Das deutsche und englische Emissionswesen im Dienste der Industriefinanzierung

Inaugural-Dissertation

zur

Erlangung des Doktorgrades

bei der Staatswirtschaftlichen Fakultät

der Ludwig-Maximilians-Universität zu München

vorgelegt von

Albert v. Sicherer

Dipl.-Volkswirt

Referent: Geh. Rat. Prof. Dr. Adolf Weber

1938

Druckerei und Verlag wissenschaftlicher Werke Konrad Triltsch

Würzburg-Aumühle

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Tag der mündlichen Prüfung 1. Juli 1938.

Meinen lieben Eltern gewidmet!

Disposition.

Seite

A. Geschichtliche Entwicklung 1

I. Allgemeiner geschichtlicher Überblick über die Finanzierungs- und Emissions-Methoden 1

II. Geschichtliche Voraussetzungen für die Industriefinanzierung in Deutschland und England 2
1) Tempo der industriellen Entwicklung 2
2) Größe der Unternehmungs-Einheiten 2
3) Kapital-Reichtum 3
4) Stellung der Banken zur Industrie 3
5) National-Charakter 7

B. Unterschiede im deutschen und englischen Emissionswesen 7

I. Die Gründung 7
1) Die Gründung in England 7
2) Gründung in Deutschland 9
3) Kapital-Erhöhung 13
4) Bezugsrecht-Einräumung 13

II. Die Effekten-Gattungen 14
1) Namensaktien 14
a) Teileinzahlung und Formen 14
b) Steuerleichterung und Stimmrecht 18
2) Vergleich der Beschaffenheit der Namensaktie mit der Inhaberaktie 18
3) Vorzugsaktien 19
a) Preference Shares 19
b) Deferred Shares 20
c) Redeemable Preference Shares 20
4) Obligationen 21
a) Formen und Gattungen 21
b) Genußrechte 22
5) Unter-Pari-Emission 23

III. Technik der Emission 25
1) Begriff der Emission 25
2) Methoden der Emission 26
a) Subscription oder Auflegung zur Zeichnung 26
b) Der freihändige Verkauf 29
a) stoßweise beschleunigt 29
b) kontinuierlich 30
c) Die Emissionsmethode der Landschaften 32
d) Der Verkauf unter der Hand oder die Plazierung 32
3) Der Prospekt 34
a) Bedeutung 34
b) Inhalt 35

c) Statement in lieu of Prospectus ... 36
d) Offer for Sale ... 36
e) Andere Emissions-Möglichkeiten ohne Prospekt ... 37
f) Mißstände ... 37
g) Die Presse ... 41
4) Die Selbstemission ... 43
a) Das Underwriting ... 43
b) Die Promoters ... 46
c) Andere Helfer bei Gründung und Emission ... 49
1) Investment Trusts ... 49
2) Merchant Banks ... 49
3) Finanz-Häuser ... 49
5) Die Fremdemission ... 50
a) Verschiedene Arten der Fremdemission ... 50
b) Die Fremdemission durch Syndikate ... 50
1) Einteilung der Syndikate nach ihrer inneren Struktur 51
2) Einteilung der Syndikate nach ihrer Aufgabe ... 52
c) Die Übernahme zu festem Preis in England ... 53

IV. Emissionspolitik ... 55
1) Zweck und Voraussetzungen der Durchführung einer Emissionspolitik ... 55
2) Aufgaben der Emissionspolitik ... 56
a) Prüfung der nationalen und internationalen Geld- und Kapitalmarktverhältnisse ... 56
b) Aktive Vorbereitung von seiten des Emissionshauses ... 58
c) Kurspflege nach erfolgter Emission ... 61

V. Die Banken als Helfer bei der langfristigen Industriefinanzierung und bei der Emission ... 62
1) Das Verhalten der Banken bei der Industriefinanzierung 62
a) Stellung der englischen Banken bei der Hingabe von langfristigen Krediten ... 62
b) Stellung der deutschen Banken bei der Hingabe von langfristigen Krediten ... 64
2) Änderung der Stellung der englischen Banken bei Hingabe von langfristigen Krediten ... 65
a) Ursachen ... 65
b) Die aus Prospekten und Bank-Bilanzen ersichtliche Änderung in der Stellungnahme der englischen Banken ... 65
c) Vergleich mit der Stellung der deutschen Banken ... 68
3) Hilfeleistung der deutschen Banken bei der Emission ... 70
4) Vor- und Nachteile einer Banken-Einmischung in die Geschäftsführung einer Gesellschaft ... 74
5) Eigenkapital der Banken ... 77
a) Allgemeine Bedeutung ... 77
b) Das Eigenkapital bei den deutschen und englischen Banken 81

VI. Die Börse als Hilfsinstrument bei der Emission ... 85
1) Allgemeine Bedeutung des Börsenplacements ... 85
2) Die englische Börse kein Helfer bei der Unterbringung von „home industrials“ ... 85
a) Verhältnisse an der Londoner Börse ... 85
b) Verhältnisse an den Provinz-Börsen ... 88

VII. Zusammenfasesnder Vergleich des englischen langfristigen Finanzierungs- und Emissions-Wesens mit dem deutschen ... 91
1) Zahlenmäßig belegte Nachteile des englischen Systems ... 91

2) Fehlen von Beweisen für nachteilige Auswirkungen des deutschen gemischten Bankensystems ... 93
3) Widerlegungen von Erwägungen, die angeblich gegen das gemischte Banken-System srechen ... 94
4) Das gemischte und arbeitsteilige Banken-System in anderen Ländern ... 95
5) Committees zur Untersuchung der Nach- und Vorteile des englischen Banken- und Börsensystems, sowie der Verbesserungsmöglichkeiten derselben ... 96
6) Aktives Eingreifen der Bank von England bei der Industriefinanzierung ... 99
a) Gründung von allgemeinen Hilfsinstituten für die Industriefinanzierung ... 99
b) Gründung von Hilfs-Instituten speziell für die Kleinindustrie ... 102
7) Gründung von Hilfs-Instituten zur Finanzierung der Kleinindustrie in Deutschland ... 103

C. Emissionssperre in Deutschland und England ... 105

I. In Deutschland ... 105
1) Zweck der deutschen Emissionssperre ... 105
2) Auswirkungen ... 105
a) Allgemein ... 105
b) Zurückdrängung der privaten Initiative ... 106
c) Selbstfinanzierung ... 107
3) Forderung nach einer Lockerung der Sperre ... 107
a) Allgemeine Lockerung der Emissionssperre ... 107
b) Teillockerung zur Auflösung alter Effektenbestände ... 108
4) Einwirkung der Emissionssperre auf die Technik der Emission 109
a) Entstandene Mißstände ... 109
b) Geplante Einführung des Tender-Systems und sonstige mögliche Mittel zur Abwehr der Spekulanten ... 111

II. In England ... 111

1) Wirkung der englischen Emissionssperre durch zahlenmäßigen Vergleich ... 111
2) Die Bedeutung von Kapital-Ausleihungen im Ausland ... 112
a) Allgemein ... 113
b) Speziell für England ... 113
3) Die Entwicklung der englischen Emissionssperre ... 115
4) Auswirkung der Emissionssperre auf die englische Emissionstechnik ... 116

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41548311_0001

Das deutsche und englische Emissionswesen im Dienste der Industriefinanzierung.

A.

I. Die namentlich zur Finanzierung von Bergbaugesellschaften Beteiligungen suchenden Kaufleute an den Börsen des 15. und 16. Jahrhunderts sind wohl als die ersten Vorläufer von Emissionshäusern überhaupt anzusehen. Ihnen folgten im 16. Jahrhundert bereits die Hoffaktoren der Regierungshäuser. Ludwig Metzler[1]) schreibt hierüber: „Die fürstlichen Faktoren wandten sich nicht mehr an einzelne Kaufherren, um ihre Finanzgeschäfte durchzuführen, sondern sie gingen dahin, wo sich das Kapital-Angebot und die Kapital-Nachfrage konzentrierte, an die Börse." Die von diesen Faktoren vorgenommenen Kapital-Aufnahmen sind als eine Art von Anleihe-Emissionen zu betrachten, die aber nicht dem unmittelbar wirtschaftlichen Zwecke, sondern der Finanzierung von Fürsten dienten.

Bereits im 15. Jahrhundert war die St. Georgs Bank in Genua in Form einer A.-G. errichtet worden. Am Ende des 17. Jahrhunderts finden sich auf dem europäischen Kontinent dann häufiger Aktiengesellschaften, die aber nicht der Finanzierung von Fürsten dienten, sondern bereits als Finanzierungs-Institute von Handels- und teilweise auch Versicherungs-Unternehmen verwendet werden. Auch Gesellschaften, die den Überseehandel betreiben sollten, wie die Brandenburgische Afrikanische Gesellschaft 1682, entstanden als Aktiengesellschaften. Die Gründer bei diesen Gesellschaften waren allerdings meist noch Fürsten. Die Auflegung zur Zeichnung war die gebräuchliche Emissionsform. Dem größten Teil des Anlage suchenden Kapitals blieb hingegen keine Möglichkeit sich hier zu beteiligen, da der Erwerb solcher Aktien nur auf einen bestimmten dem Emittenten genehmen Kreis beschränkt blieb.

In England kannte man schon im 17. Jahrhundert die Emission von Rentenwerten zum Zwecke der Staatsfinanzierung. — Die Emission erfolgte auch hier in Form der Auflegung zur Zeichnung. Im Jahre 1688 hörte man in London bereits das erstemal von Effekten-Händlern und 1696 wurden die ersten Schatzscheine emittiert. Handelsgesellschaften in Form von Aktien-Gesellschaften waren in England schon im 16. Jahrhundert entstanden. So trug die Russische Kompanie, die im Jahre 1555 gegründet worden war, schon die Form einer „joint stock company". Auch Überseehandelsgesellschaften, wie die Ostindische Companie und weiter von den sogenannten „Merchant adventures" gegründete, dem

[1]) Ludw. Metzler „Studien zur Geschichte des deutschen Effektenbankwesens" 1911 S. 43.

gleichen Zwecke dienende Gesellschaften, hatten einen der heutigen A.-G. ähnlichen Charakter. Allerdings war die Form der „joint stock company" meist nur eine vorübergehende für bestimmte Unternehmungen angenommene. Die restliche Zeit ihres Bestehens erschien die Gesellschaft nur als sogenannte „regulated company" [2]). Eine der Form der heutigen A.-G. ähnlichere Gestalt zeigte erst die im Jahre 1750 gegründete Asiatische Companie und die 3 Jahre später errichtete Bengalische Companie. Weitere Unternehmungen in Aktien-Gesellschaftsform wurden im Laufe des 17. und 18. Jahrhunderts vorwiegend zur Finanzierung von Handels- und Versicherungs-Unternehmungen errichtet.

II. Erst im 19. Jahrhundert wurde infolge der Entwicklung des Verkehrs und der Industrie die Emission von Aktien zur allgemein üblichen Finanzierungsform. Diese Tendenz machte sich wohl im kontinentalen Europa — insbesondere in Deutschland — als auch in England bemerkbar. Infolge verschiedener Voraussetzungen ergab sich jedoch in beiden Ländern eine andere Entwicklung der Finanzierungsmethoden. Folgende Vorbedingungen sind hierfür maßgebend gewesen:

1. Das Tempo der industriellen Entwicklung.
2. Die Größe der Unternehmungseinheiten.
3. Der Kapitalreichtum der Bevölkerung.
4. Die Stellung der Banken zur Industrie.
5. Der Nationalcharakter der beiden Völker.

Zu 1) In Deutschland entstanden große Finanzierungsaufgaben zuerst für den Ausbau des Eisenbahnnetzes in den 40iger und 60iger Jahren des 19. Jahrhunderts. Die industrielle Entwicklung wurde durch die Entwicklung des Verkehrs in Deutschland erst voll ermöglicht und in der Folge außerordentlich beschleunigt. Man bemühte sich schnellstens den Vorsprung in der Industrieentwicklung Englands aufzuholen. — England hatte auf Grund seiner Erfindungen am Ende des 18. Jahrhunderts und seiner insularen Stellung gegenüber den europäischen Wirren im Laufe einer allmählichen Entwicklung einen Vorsprung von 50 — 60 Jahren vor der kontinentalen Industrie voraus. — Die Folge war eine stark gesteigerte Nachfrage nach Anlagekapital im kontinentalen Europa und namentlich in Deutschland.

Zu 2) Die Unterschiedlichkeit in der Größe der Unternehmungseinheiten führte gleichfalls zu höherem Kapitalbedarf. England nämlich hatte vorzugsweise mittlere und kleinere Unternehmungen im Betrieb, Deutschland hingegen errichtete aus organisatorischen Gründen und um den erwähnten Vorsprung rascher einzuholen vorwiegend größere Betriebe. So waren es vor allem im Montangewerbe und in der Eisen verarbeitenden Industrie Großbetriebe, die zu finanzieren waren.

Die Hilfe der deutschen Banken, die gleich zu Beginn des industriellen Aufbaus so tatkräftig als möglich einsetzte, begünstigte diesen Entwicklungsgang und förderte vornehmlich die Entstehung von Großbetrieben.

[2]) Heinrich Sieveking „Wirtschaftsgeschichte", Berlin 1935, S. 109.

Die A.-G. wurde in Deutschland bei der Finanzierung großer Unternehmungen von Anfang an die bei weitem vorherrschende Gesellschaftsform. Mußte man doch hier bei der schnell ablaufenden Entwicklung die Vorteile der A.-G. für die Industriefinanzierung bald erkennen. Diese Vorteile bestehen, wie Adolf Weber ausführt [1]), in folgendem:

1. „Die A.-G. ermöglicht Trennung der Funktionen des Unternehmers von der Funktion des Kapitalisten und damit zugleich Verbindung der kapitallosen Geschäftstüchtigkeit mit dem Kapital in denkbar größtem Umfang. Die Folge ist, daß die A.-G. die Expansionsmöglichkeit besitzt, die die moderne volkswirtschaftliche Entwicklung unbedingt erfordert.
2. Sie erleichtert Teilung und Mobilisierung des Vermögens. Die dadurch ermöglichte Risikoausgleichung mit dem Vorteil einer beschränkten Haftung, die der A.-G. eigen ist, fördert die Existenz der auf privatwirtschaftlicher Stabilität wesentlich aufgebauten Unternehmung mit der Folge ‚daß diese trotz stärkerer Expansion und rascherer Anpassungsnotwendigkeit im ganzen doch wesentlich gesicherter ist, als die Unternehmung alten Schlages, die ganz abhängig war von den Zufälligkeiten einzelner Privatwirtschaften.
3. Die Aktie mit ihrer variablen Verzinsung des Eigen-Kapitals kann sich der jeweiligen Ertragslage der Unternehmung besser anpassen als Bankkredite und Obligationen mit den dadurch bedingten festliegenden Lasten. Damit ist zugleich auch gesagt, daß der Aktionär Träger des Risikos ist. Man braucht nur an die Abschlüsse in den Jahren 1930—33 zu erinnern, um die Größe dieses Risikos zu illustrieren; damals hat die Mehrzahl der deutschen Aktiengesellschaften keine Dividende gezahlt. Darüber hinaus entstanden größere Kapitalverluste infolge der Zusammenbrüche und der dadurch erforderlich gewordenen Sanierungen. Angesichts dieser Sachlage ist es nicht nur gerecht, sondern auch wirtschaftlich klug, wenn man den Aktionären in guten Geschäftsjahren eine angemessene Risikoprämie in Form einer guten Dividende zukommen läßt".

Zu 3) Der Kapitalreichtum in Deutschland war wesentlich geringer als der des englischen Volkes, das ihn bereits, während am Kontinent noch Kriege geführt wurden, hauptsächlich durch seinen Überseehandel angesammelt hatte. Die Verteilung der Vermögen war in Deutschland gleichförmiger, aber somit auch die Kapitalkraft des einzelnen geringer als in England, wo durch Zusammentritt weniger Leute leicht ein kleines oder mittleres Unternehmen finanziert werden konnte. Die Eigenfinanzierung war deshalb in England zu Anfang der Industrieentwicklung wesentlich leichter als in Deutschland.

Zu 4) Die Stellung der Banken zur Mithilfe bei der langfristigen Industriefinanzierung erklärt sich zum Teil durch die in den Punkten 1—3

[1]) Adolf Weber, „Depositenbanken und Spekulationsbanken", München und Leipzig. 4. Auflage, S. 256.

geschilderten Verhältnisse. So waren in England, da der Aufschwung der sich allmählich entwickelnden Industrie hauptsächlich durch Eigenfinanzierung gefördert wurde, von Anfang an nur die Landbanken als langfristige Kreditgeber tätig. Im allgemeinen aber verzichtete man auf die Hilfe von Depositenbanken und wies sie sogar zurück. Die englischen Unternehmer fanden es selbstverständlich, daß die Banken nur kurzfristige Betriebskredite gewährten. Sie schlossen sich in ihrer Ansicht derjenigen Gilbarts an, auf die ich an anderer Stelle noch näher eingehen werde. Dieser äußerte u. a. sich dahingehend, daß es seiner Meinung nach durchaus gesunden Bankgrundsätzen widerspreche, wenn eine Bank auf lange Frist Geld ausleihe. Daß sich der britische Unternehmer mit dieser Ansicht voll einverstanden erklärte, rührt nicht zuletzt daher, daß er bei seinen Handelsgeschäften, die den Wohlstand des Königreichs zum größten Teile begründet hatten, die Hilfe der Banken selten anders als bei kurzfristigen Krediten kennengelernt hatte. Die Zeit des Güterumschlages im Handel war für ihn die Zeit eines kurzfristigen Kredites. Er mußte es als einen grundlegenden Verstoß gegen die gesunden Liquiditätsgrundsätze empfinden, wenn die Banken nicht im Interesse ihrer Depositäre die Gleichfristigkeit der Depositen und Anlagen strengstens beachten. Die Landbanken, die ich oben erwähnte, mußten ihr diesen Grundsätzen widersprechendes Verhalten zum größten Teil mit ihrer Existenz büßen. Ihr Kundenkreis beschränkte sich allerdings nur auf die Unternehmer der nächsten Umgebung auf Grund enger persönlicher Beziehungen zu den Kreditsuchenden und genauer Kenntnis der Betriebe und des Charakters der Unternehmer. Die Kredite gewährten sie meist auf dingliche Sicherheit, was infolge der Besonderheit des englischen Pfandrechts aber kein Hindernis für die Unternehmer bildete, denn diese konnten die verpfändeten Gegenstände ruhig veräußern, ohne sich dadurch gegen das Gesetz zu vergehen (Floating Charge). Die Langfristigkeit der Kredite und die geringe dingliche Sicherheit aber wirkte sich zum Nachteile der Landbanken aus, da keine Emission das übernommene Risiko auf den Kapitalmarkt abwälzen konnte. Hatten doch die Kredit nehmenden Unternehmen meist nicht die Form von Aktiengesellschaften, und die Landbanken waren auch infolge ihrer geringen Kapitalkraft und ihres meist nur beschränkten Kundenkreises nicht in der Lage mit Erfolg als Emissionsinstitute zu wirken. — Zwischen 1814 und 1816 mußten 200 Landbanken liquidieren. In der Krise 1825—26 ereilte weitere 104 das gleiche Schicksal [2]). Die englische Industrie mußte sich nach diesen Zusammenbrüchen unabhängig von einer Bankenhilfe bei der langfristigen Finanzierung weiter zu entwickeln suchen. Sie nahm deshalb nur noch die technische Hilfe der Banken und den laufenden Betriebskredit derselben in Anspruch. Private Darlehen und die Selbstausgabe von Aktien und Obligationen an die nächste Umgebung mußten die Hilfe der Banken ersetzen. Dies war nicht so schwer,

[2]) Marie Dessauer „Die Big Five" 1933.

denn der allgemeine Wohlstand war damals in England, wie bereits erwähnt, schon ein bedeutender und infolge der industriellen Entwicklung und des aktiven Außenhandels, — auch desjenigen mit Kapital, — immer noch im Anstieg begriffen. Die Aktie, die nicht voll eingezahlt zu sein brauchte, war hier das geeignetste Finanzierungsmittel. — In England war die Ausgabe von Aktien ohne Volleinzahlung ja gesetzlich nicht verboten. — Die Aktien wiesen meist nur einen Nennwert von 1 £ auf, der wiederum in 10 Teile zu je 2 s zerlegt werden konnte. — Durch die Möglichkeit einer so geringen Beteiligung — von weniger als 1 £ sogar — war es auch dem Industriearbeiter möglich sich an einem Unternehmen zu beteiligen. Gewöhnlich war dies das Unternehmen, in dem er selbst tätig war. So waren 40% der eigenen Arbeiter Aktionäre bei den Baumwollspinnereien in Lancashire. Diese Aktien stellten, wie M. Dessauer [3]) sich ausdrückt, „eine eigenartige Form von kleinen, ungesicherten, aber zinstragenden Darlehen dar, die abrufbar oder kurzfristig gebunden waren."

Die englische Industrieentwicklung ging also, abgesehen von den Landbanken, im wesentlichen ohne Bankenunterstützung vor sich. Verfielen die Banken aber tatsächlich einmal in den Fehler bei einer hohen langfristig gewordenen Kontokorrentverschuldung einen Überbrückungskredit, wie sie es nannten, weiterhin durchzuhalten, bis etwa ein Hypothekengläubiger sich für das verschuldete Unternehmen gefunden hatte, so blieb die Bank mit ihrer Forderung meist hängen, und der Kredit wurde zur ständigen Beteiligung, denn der Hypothekengläubiger wurde meist nie gefunden. Auf den Kapitalmarkt den Kredit abzuwälzen gelang meist nicht, da die englischen Kapitalmarktverhältnisse für Industriewerte äußerst unzulänglich waren und es heute sogar noch sind, worauf ich aber erst später eingehen werde.

Anders als in England gestaltete sich in Deutschland das Verhältnis der Banken zur Industrie hinsichtlich langfristiger Finanzierungsaufgaben. Hier war der Bedarf nach Anlagekapital, wie aus den obigen Ausführungen der Punkte 1 mit 3 hervorgeht, ein plötzlich ruckartiger mit voller Heftigkeit einsetzender. Von den Banken Kontokorrentkredite zu Anlagezwecken auf Jahre hinaus zu erhalten war auch hier aus Liquiditätsgründen nicht möglich. Die deutschen Banken wären wegen ihres auch für solche Zwecke anfangs relativ zu kleinen Eigenkapitals und ihrer zu geringen Depositen, die beide zwar nicht allein ausschlaggebend für die Fähigkeit zur Hilfeleistung bei einer langfristigen Kreditgewährung und nachfolgender Emission sind, gleichwohl aber einen Teil der hierfür nötigen Voraussetzungen bilden, dazu auch nicht imstande gewesen. Erst allmählich im Zuge der industriellen Entwicklung und der damit verbundenen größeren Anforderungen an die Banken in ungleichmäßiger Bewegung erfolgten Kapitalerhöhungen um ca. RM 730 Millionen in den Jahren 1848—1904 bei 6 der größten

[3]) Marie Dessauer „Die Big Five" 1933. S. 109.

deutschen Banken [4]), um sich bei ihren finanziellen Hilfeleistungen an die Industrie und den damit verbundenen Aufgaben einen stärkeren Rückhalt zu verschaffen. — Hatte doch auch in Deutschland die Außerachtlassung von der Gleichfristigkeit zwischen Depositen und Ausleihungen verbunden mit zu geringem finanziellen Rückhalt zum Zusammenbruch des A. Schaafhausen'schen Bankhauses im Jahre 1848 geführt. — Keine Bank nämlich darf, wie oben schon besonders erwähnt, Kredite gewähren, die die Gefahr langfristig zu werden bei vorsichtiger Prüfung erkennen lassen, wenn sie nicht zugleich in der Lage ist das übernommene Risiko rechtzeitig auf den Kapitalmarkt weiterzuleiten. — Auch Neu- und Umgründungen von privaten Unternehmungen in Aktien-Gesellschaften können, sofern die Banken die Absicht und die Fähigkeit besitzen Emissionen vorzunehmen, erfolgreich durchgeführt werden. Besitzen doch die Depositenbanken die nötige Organisation, die erforderliche Erfahrung und den ausgedehnten Kundenkreis, um am besten helfend bei Emissionen mitwirken zu können. Hier mußte der Pioniergeist der Bankleiter einsetzen. Die deutschen Banken kamen dem volkswirtschaftlichen Erfordernis nach und leisteten der Industrie den nötigen Beistand. So sagt ein ehemaliger Direktor einer deutschen Bank in diesem Falle sehr richtig, wie im Mac Millan Bericht in Nr. 378 ausgeführt wird: „Es soll nie vergessen werden, daß Deutschland die große Entwicklung der 60iger und 90iger Jahre und des ersten Jahrzehnts des 19. Jahrhunderts in großem Maße dem verdankt, was man als Pioniergeist der Banken bezeichnet. . . . Die Beziehungen zwischen der Bank und einem Industrie- und Handelsunternehmen beginnen mit der Gründung desselben. Kaum ein großes Unternehmen in Deutschland wurde gegründet ohne Mithilfe einer Bank. Ob es nun eine Umwandlung einer Privatgesellschaft in eine A.-G. oder die Herausbringung einer neuen Erfindung ist, die Hilfe einer Bank wird immer herbeigerufen. Die Bank prüft die Situation und, wenn nötig, erhält sie Berichte von besonderen Sachverständigen. Wenn die Bank entscheidet eine Gesellschaft zu gründen, entwirft sie die Finanzierungspläne, bestimmt die Höhe und die Art des Kapitals, das emittiert werden soll und nimmt dann in manchen Fällen die Aktien in ihr Portefeuille mit der Absicht, sie dann zu späterem Zeitpunkt wieder auszugeben. In dieser Weise wird die Gründerbank zugleich Emissionsbank. Die letzte Funktion beginnt erst mit der Einführung der Aktien auf der Börse." Diese Worte des deutschen Bankfachmannes umreißen kurz die Tätigkeit der deutschen Banken für die Industrie. Die Sorge um ihr eigenes Wohl aber ließ die Banken zur Kontrolle und Einflußnahme auch noch Direktoren und Geschäftsführer und andere sachkundige Leute in den Aufsichtsrat der von ihr mit Krediten versorgten Unternehmungen und von Unternehmungen, deren Aktien sie in ihrem Portefeuille hatten, schicken. Manchmal mögen hier eigene

[4]) O. Jeidels „Das Verhältnis der Deutschen Großbanken zur Industrie", 2. Aufl. 1913, S. 66.

Interessen der Bank mitgesprochen haben und noch mitsprechen — etwa bei der Bildung von Konzernen oder bei der Durchführung von Fusionen, die für die Bank eine gewinnbringende Tätigkeit mit sich bringen; oder die Bank macht ihren Einfluß zur Versorgung eines anderen ihrer Kunden mit Aufträgen geltend. Eine nicht ganz einwandfreie Angelegenheit war es auch, daß die Banken häufig das Depotstimmrecht, das früher durch gesetzliche Vorschriften noch nicht beschränkt war, für ihre Zwecke mißbrauchten. Richtig ist jedoch keinesfalls, was häufig von Gegnern des kontinentalen Bank-Systems behauptet wird, daß nämlich eine deutsche Bank, sofern sie an einem Unternehmen beteiligt wäre, die Finanzierung einer neuen auf dem gleichen Gebiet liegenden Erfindung ablehnen würde. Dies widerspricht völlig der Wirklichkeit, da jede Bank die Konkurrenz der andern Banken, nicht zuletzt der ausländischen, zu fürchten hat. Die Bank wird deshalb vielmehr versuchen neue Erfindungen für das Unternehmen, an dem sie beteiligt ist, selbst zu erwerben.

Zu 5) Diese Einflußnahme auf das Geschick der Unternehmungen war es hauptsächlich, — auch wenn der Einfluß nicht mißbraucht wurde, — die dem Unabhängigkeitssinn des englischen Unternehmers zuwider lief. Der englische Unternehmer wollte Herr im eigenen Hause bleiben und sich nichts einreden lassen. Er verzichtete dafür lieber auf zusätzliche Hilfeleistung. — In Deutschland ist dieser Unabhängigkeitssinn bei weitem nicht so stark ausgeprägt, um jede Hilfeleistung abzulehnen. Deshalb wurde auch die Hilfe der Banken angenommen und nicht, wie in England, zurückgewiesen. — Andererseits trägt der Engländer auch eine für die Finanzierung über den Kapitalmarkt durch Unterbringung einer Emission günstig wirkende Spekulationslust in sich. Diese ist jedoch eine zweischneidige Angelegenheit, denn die Spekulationslust begünstigt nicht nur die wirklich volkswirtschaftlich wertvollen Investitionen sondern wird auch, wie das in England häufig der Fall ist, für die Finanzierung von Schwindelunternehmungen mißbraucht.

Dies sind die Hauptgründe, die zu einer verschiedenartigen Gestaltung der langfristigen Industriefinanzierung und als Folge davon auch zu den Unterschieden im deutschen und englischen Emissionswesen führten. Diese Verschiedenheiten erstreckten sich jedoch nicht nur auf den Vorgang der Emission selbst, sondern treten bereits bei der Gründung als dem der Emission vorausgehenden Vorgang in Erscheinung.

B.

In England herrscht die Successiv- (Stufen-) Gründung vor.

I. 1) Die Form der Simultan- (Einzel-) Gründung ist ganz selten anzutreffen. Dies hat seine Ursache in der bereits oben angedeuteten zurückhaltenden Stellung der englischen Banken bei der langfristigen Industriefinanzierung. Ist doch bei Fehlen der Bankenhilfe in England Selbstemission oder Emission durch wenig kapitalkräftige Emissionshäuser notwendig. Hier aber bildet, um dennoch zu dem

gewünschten Emissions-Erfolg zu gelangen, die Stufengründung das notwendige Hilfs-Instrument, da nach dem englischen Recht auch vor Vollzahlung des Grundkapitals die Gesellschaft als geschäftsfähig gilt, wenn nur gewisse im folgenden dargelegte Erfordernisse erfüllt sind. Die englische Gründung zerfällt in zwei Abschnitte: Der erste reicht bis zur Erteilung des „Certificate of Incorporation". Die Gesellschaft ist denn zwar zur Kapitalisierung berechtigt, aber noch nicht zur Geschäftsführung. Erst nach Erfüllung weiterer Erfordernisse wird das „Trading Certificate", das Berechtigung zur Geschäftsführung trägt, erteilt. Damit ist der zweite Abschnitt der Gründung vollendet.

Der erste Abschnitt stellt sich im einzelnen wie folgt dar: Es treten sieben Personen zusammen mit der Absicht eine Gesellschaft zu gründen, und unterzeichnen privatim das sogenannte „Memorandum of Association", das man wohl auch als Gründungsurkunde bezeichnen kann und reichen diese zusammen mit den „Articels of Association" an das Registeramt ein. Das „Memorandum of Association" und die „Articels of Association" bilden zusammen den Gesellschaftsvertrag und werden in Deutschland einheitlich als Satzung bezeichnet. Das Memorandum allein hat in England einen gesetzlich fest bestimmten Inhalt. Es hat die „Essentialia" zu enthalten, das sind jene Angaben, die der Engländer als wesentlich für den Bau einer A.-G. hält. Es sind der Name der Gesellschaft (mit dem Zusatz Limited), der Sitz (mit einer Erklärung, ob er in England oder in Schottland liegt), ferner der Zweck des Unternehmens, Angabe des Kapitalbetrags (authorised Capital), die Aktien-Nennbeträge (der Mindestbetrag ist 1 £), sowie die Erklärung der beschränkten Haftung. Die Nennung der Kapitalhöhe bezieht sich jedoch nur auf das sogenannte authorised Capital, d. h. es muß nur die Summe angegeben werden, wie hoch das Kapital sein kann, aber nicht das tatsächlich vorerst zur Zeichnung aufgelegte oder gar gezeichnete Kapital, das sogenannte issued Capital.

Anders ist es mit den „Articels of Association" bestellt. Die „Articels" sind hinsichtlich ihres Inhalts an keine gesetzliche Vorschrift gebunden. Sie sind leichter abänderbar als das Memorandum und enthalten meist alle Bestimmungen, die den weiteren Ausbau der Gesellschaft betreffen. Während das Memorandum von den Gründern festzusetzen ist, besteht bei den Articels eine solche Bestimmung nicht. — Jeder der sieben Gründer hat neben der Einreichung der eben besprochenen Urkunden an das Registeramt mindestens eine Aktie der neugegründeten Gesellschaft zu übernehmen (§ 2, 4 b: C. A. 1929). Das Registeramt trägt die Gesellschaft hierauf in das Gesellschaftsregister ein und übergibt den Gründern das „Certificate of Incorporation". Die Gesellschaft gilt nun als errichtet und ist damit zur Kapitalisierung berechtigt. Sie muß diese sogar, wenigstens zum Teile, bereits jetzt vornehmen, um die sogenannte „Minimum-Subscription" zu erhalten, nach Erfüllung deren sie erst zur Zuteilung von Aktien berechtigt ist und die auch mit einer Voraussetzung für die Erteilung des Trading Cer-

tificates bildet. Die Minimum-Subscription wird von den Direktoren festgesetzt und muß im Prospekt einzeln ausgewiesen werden. Sie dient dazu, um jene Beträge sicherzustellen, die für den Gründungsaufwand (namentlich Underwriting-Provisionen) für die Tilgung von Darlehen, zu den genannten Zwecken und für das zum Beginn unbedingt nötige Betriebskapital erforderlich sind. — Nachdem die Gesellschaft somit zu einer Incorporated Company geworden ist, sind noch die Erfordernisse für die Erteilung des „Trading-Certificates" zu erfüllen.

Hierzu ist erforderlich, daß ein Prospekt — oder bei der selteneren Simultangründung ein Statement in Lieu of Prospektus" — von der Gesellschaft an das Registeramt eingereicht wird. Die oben erwähnte Minimum-Subscription muß erfüllt sein, die Direktoren müssen mindestens auf die von ihnen vertraglich zu nehmenden Aktien soviel eingezahlt haben, daß die Zahlung in entsprechendem Verhältnis zu dem von den übrigen Aktionären bei der Zeichnung und Zuteilung zu zahlenden Beträge steht. Dem Registerführer muß vom Sekretär oder einem Direktor der Gesellschaft eine entsprechende Erklärung (a statutory declaration) eingereicht werden, aus der hervorgeht, daß die vorgenannten Bedingungen erfüllt sind. —

Die Kapitalisierung der neugegründeten Gesellschaft werde ich erst in den Abschnitten „Selbstemission" und „Fremdemission" erörtern und zunächst hier vergleichsweise die in Deutschland vorwiegend übliche Gründungsform der Simultan- oder Einheitsgründung kurz schildern.

2) So wie beim Fehlen von kapitalkräftigen Helfern die Successivgründung die gegebene Gründungsform ist, so ermöglicht die Stellung der deutschen Banken zur Industriefinanzierung die Simultangründung. Ist es doch eine äußerst unsichere Sache eine A.-G. ins Leben treten zu lassen, ohne daß die geringste Gewähr für die Durchführungsmöglichkeit der geplanten Finanzierung besteht. Es liegt sowohl im Interesse der Aktionäre selbst als auch aller anderen mit der Gesellschaft in Geschäftsverbindung Tretenden, daß das Grundkapital voll eingezahlt wird. Man wendet in Deutschland, zudem die Möglichkeit hierzu ja besteht, vorwiegend die Simultangründung als die solidere Gründungsmethode an. Ursprünglich war in Deutschland die Successivgründung ebenfalls die allgemein gebräuchliche Gründungsform. Durch die Änderung der Gesetzgebung, so wie sie seit der Actien Novelle von 1884 in Anwendung ist, wurde aber die Stufengründung immer mehr zurückgedrängt und die Einheitsgründung die übliche Form. Lediglich bei Versicherungsunternehmungen wird in Deutschland die Successivgründung noch verwendet.

Die Durchführungsweise der Successivgründung vor der wesentlichen Erschwerung derselben durch die Actien Novelle vom Jahre 1884 gestaltete sich ähnlich der englischen Stufengründung. „Der Hergang war gewöhnlich so, daß derjenige oder diejenigen, die die Gründung betrieben, alles vorbereiteten, den Gesellschaftsvertrag feststellten und sich dann, — wo staatliche Genehmigung er-

forderlich war, regelmäßig noch vor deren Erteilung — an das Publikum — meist durch Veröffentlichung eines sogenannten Prospektes — wandten, um die erforderlichen Zeichnungen auf das in Aussicht genommene Aktienkapital zusammenzubringen“ [1]).

Die Bestimmungen von 1884 sind heute noch in § 30 der Aktien Novelle von 1937 erhalten geblieben. Sie schützen vor allem das unüberlegte oder leichtfertig Aktien noch nicht gegründeter Unternehmungen erwerbende Publikum. Ist doch oft der Zweck einer Unternehmung dem Publikum, das zeichnet, gänzlich unbekannt oder in irreführender Weise mitgeteilt worden. Ein Zeichungsschein, der nicht vollständige Angaben oder Beschränkungen der Verpflichtungen des Zeichners enthält, ist nichtig. Diese Angaben sind: „1. Tag der Feststellung der Satzung; 2. die für die Gründung jeder Gesellschaft erforderliche Feststellung der Satzung, Angaben über Höhe des Gründungsaufwands und über die sogenannten gefährlichen Abreden, und wenn mehrere Gattungen von Aktien bestehen, der Gesamtnennbetrag einer jeden Aktiengattung; 3. Name, Stand und Wohnort der Gründer; 4. der Ausgabebetrag der Aktien und der Betrag der festgesetzten Einzahlungen, sowie der Umfang der Nebenverpflichtungen; 5. der Zeitpunkt, in dem die Zeichnung unverbindlich wird, wenn nicht bis dahin die Errichtung der Gesellschaft beschlossen ist.“ (§ 30 II 1, 2, 3, 4, 5). — Ferner fordert § 30, daß eine Hauptversammlung zur Bestellung des ersten Aufsichtsrates einzuberufen sei. Dann ist die Anmeldung zum Handelsregister in der Weise vorzunehmen, daß außer den sonstigen Urkunden (§ 29 Abs. 2) die Doppelstücke der Zeichnungsscheine und ein von den Gründern unterschriebenes Verzeichnis aller Aktionäre beizufügen ist (§ 30 Abs. V). Nach dieser Anmeldung der Gesellschaft beruft das Gericht eine Generalversammlung der im Verzeichnis enthaltenen Aktionäre zur Beschlußfassung über die Errichtung der Gesellschaft unter Leitung des Richters (§ 30 Abs. VI). Erst wenn diese Hauptversammlung, die man als die „konstituierende“ bezeichnet, mit mindestens 1/4 der gesamten Aktionäre und 1/4 des Grundkapitals für die Errichtung der Gesellschaft gestimmt hat, gilt die Gesellschaft als errichtet (§ 30/IX). Außerdem wird durch § 31 Abs. 2 im Aktiengesetz vom 30. Jan. 1937 dem Registerrichter gegenüber der bisherigen Regelung noch das erweiterte Ablehnungsrecht der Eintragung der Gesellschaft im Falle ungünstiger Prüfungsergebnisse gewährt.

Die Bestimmungen über die Stufengründung sind im Aktiengesetz von 1937 zusammengefaßter, aber im großen und ganzen die gleichen geblieben wie bisher. Daß man die Succesivgründung trotz ihrer Gefahrmomente in Deutschland auch heute noch zuläßt, ergibt sich aus der Voraussicht, daß gerade bei dem heute erforderlichen Grundkapital von RM 500.000 eine Gründung ohne Bankenhilfe sonst unmöglich gemacht würde.

Wir sehen also, daß selbst die Finanzierungsform der Successivgründung in der deutschen Gesetzgebung Gründungsmethoden,

[1]) Richard Passow, „Die Aktiengesellschaft“, 2. Aufl. 1922, S. 86.

wie sie in England üblich sind, nicht zuläßt, denn die Gesellschaft kann erst dann mit den Geschäften beginnen, wenn das Aktienkapital voll gezeichnet ist. Hierdurch, sowie durch die eingangs erwähnte Publizität des Zeichnungsscheines ist der Anleger weitgehend geschützt. Weiterer Schutz für die Aktionäre besteht in Deutschland auch noch darin, daß bei der sogenannten qualifizierten Gründung vor der Eintragung, die der Errichtung folgt, sowohl bei Successiv- wie bei Simultangründungen durch vom Gericht bestimmte Prüfer eine Nachprüfung des Wertes der eingelegten Sachgüter vorzunehmen ist. Hierauf werde ich später noch zurückkommen. In England hingegen werden überhaupt keine Untersuchungen über Wert oder Unwert von Sacheinlagen von seiten der Behörden vorgenommen.

All diese Momente, die naturgemäß als erschwerend bei der Succesivgründung in Deutschland sich auswirkten, da durch die gesetzlichen Vorschriften das Ergebnis der Bemühungen der Projektanten immer unsicherer geworden war, haben zur beinahe ausschließlichen Anwendung der Simultangründung in Deutschland geführt. Diese stellt sich kurz folgendermaßen dar:

Die Mindestzahl der Gründer ist bei der deutschen A.-G. fünf. Es wird zunächst ein sogenannter Vorgründungsvertrag geschlossen. Hierdurch kommt bereits eine Vorgesellschaft zustande, d. h. eine Gesellschaft des BGB, welche die Statuten in den Grundzügen festsetzt und sich insbesondere über die Höhe des Grundkapitals schlüssig wird. Hierauf erfolgt die Feststellung der Satzung. Die Gründer-Gesellschaft ist enstanden. Der Satzungsinhalt erstreckt sich auf Firmensitz und Gegenstand des Unternehmens, Höhe des Grundkapitals und der einzelnen Aktien. — Hier besteht heute das gesetzliche Erfordernis, daß das Grundkapital mindestens RM 500 000.— und der Nennwert jeder Aktie mindestens RM 1000.— betragen muß. Diese Vorschriften existieren in England nicht, denn die Bezeichnung „authorised capital" bedeutet nur, daß die A.-G. bis zu einem Betrag der im Belieben der Gründer steht und dann gesetzlich anerkannt wird, Aktien ausgeben darf. — Es muß weiter in der Satzung aufgenommen werden, aus welchen Personen sich der Vorstand zusammensetzt und in welcher Weise er bestellt wird; eine Darlegung, die in England nicht zu erscheinen braucht, da sie in den Articels stehen kann oder auch nicht dort steht. Weiter ist eine in England auch nur möglicherweise in den Articels stehende Erklärung in die Satzung der deutschen A.-G. aufzunehmen. Es ist dies die Form der Berufung der Generalversammlung und der ergehenden Bekanntmachungen (Bezeichnung der Gesellschaftsblätter). — Nun ist das Grundkapital in voller Höhe zu zeichnen und die Aktien, sofern sie auf die Börse gebracht werden sollen, voll einzuzahlen, sofern nicht Sacheinlagen gemacht werden. Die Gründer werden aber selten alle gewillt sein ihre Aktien sebst zu behalten, sondern sie großenteils nur zu übernehmen, um sie an das Publikum weiterzuveräußern. Bei der Übernahme der Aktien übernehmen selten die privaten Gründer

gleich größere Posten, sondern hier setzt in Deutschland bereits die Tätigkeit der Banken als Gründer ein. Diese übernehmen meist größere Pakete, um sie dann wieder meist einzeln zu emittieren. Mit der Übernahme aller Aktien durch die Gründer gilt die A.-G. bereits errichtet. Nunmehr ist die Wahl des Aufsichtsrats und des Vorstandes vorzunehmen. —

In England sind diese beiden Einrichtungen zum Board of Directors zusammengefaßt. Der Board of Directors muß aus mindestens 2 Direktoren bestehen. Diese sind vor der Eintragung von den Unterzeichnern der Gründungsurkunde anzugeben oder die letzteren haben selbst als Directors zu handeln. Der deutsche Aufsichtsrat hingegen besteht aus mindestens 3 Personen; der Vorstand kann aus einer oder mehreren Personen bestehen. Der Aufsichtsrat hat in Deutschland jedoch seit der Aktien Novelle von 1937 nicht mehr die in England vielfach getadelte Möglichkeit zur Geschäftsführung, die den Einfluß der im Aufsichtsrat vertretenen Banken nach Ansicht der Engländer zu sehr stärkte. Andererseits können jedoch in Deutschland nach wie vor Mitglieder des Aufsichtsrats, wenn sie aus diesem ausscheiden, zu Vorstandsmitgliedern von seiten der übrigen Aufsichtsratsmitglieder bestellt werden. Die Einflußnahme ist also, wenn auch geschwächt, immer noch möglich. Eine zweite in der Aktien Novelle von 1937 enthaltene Bestimmung aber führt zur weiteren Schwächung des Bankeneinflusses. Ist doch heute das Depotstimmrecht der Banken, auf das ich später noch bei der Tätigkeit der Banken zurückkommen werde, stark beschränkt. Deshalb ist es für die Banken nicht mehr so leicht möglich so viele Aufsichtsratsmitglieder aufstellen zu lassen. — Das nächste Erfordernis, die der Eintragung vorauszugehen hat, ist die Einzahlung der Aktien mit mindestens 25% + einem evtl. Agio. Daß dies in England nicht nötig ist, geht aus obigem schon hervor.

Der Eintragung hat nun weiter, was das englische Recht auch nicht voraussetzt, eine sogenannte Gründungsprüfung vorauszugehen. Diese wird durch den Vorstand und den Aufsichtsrat vorgenommen. Gehört ein Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglied zu den Gründern oder es liegt eine Sachgründung (qualifizierte) vor, so erfolgt die Prüfung durch vom Gericht bestellte Gründungsprüfer (Aktiengesetz 1937 § 25). Die Prüfung hat sich insbesondere darauf zu erstrecken, ob die Angaben in Ansehung der Zeichnung und Einzahlung des Grundkapitals, sowie der qualifizierten Gründung richtig und vollständig sind. Diese Prüfung ist von besonderer Wichtigkeit wegen der bei Sachgründungen oft vorkommenden Überbewertung von Sacheinlagen durch die Gründer. Es wird nämlich die Überbewertung durch die Prüfung der Angaben, die vorher in die Satzung unbedingt — als sogenannte gefährliche Abreden — aufzunehmen sind, verhindert. Erst nach dieser Prüfung darf die Eintragung im Handelsregister erfolgen. Hiermit erst ist die A.-G. in Deutschland als juristische Person entstanden, was in England, wie ich oben bereits erwähnte, mit Erteilung des soge-

nannten „Trading Certificate's" der Fall ist. Die im Interesse der A.-G. vor deren Eintragung abgeschlossenen Geschäfte, — etwa der Vertrag mit dem Vorstand — gehen, soweit sie zum Entstehen der A.-G. notwendig sind, ohne weiteres auf die A.-G. über.

In England versuchte man, da es hier keine Kontrolle der Bewertung der Sacheinlagen gibt, die Überwertung, die vor allem mit Hilfe der Umgehung des Verbotes der „Unter-Pari-Emission" möglich war, durch Gestattung der Unter-Pari-Emission im Companies Act von 1929 abzustellen. Das Publikum soll wenigstens ein klares Bild von dem Umfang des Vermögens der A.-G. erhalten.

3) Die Kapitalerhöhung, die sich auch als Gründungsvorgang darstellt, ist in England mit Satzungsänderung verbunden und erfordert als solche einen in den Articels aufgenommenen Satz über die Beschlußfassung und anschließende Meldung des Erhöhungsbeschlusses an das Registeramt. Hier wurde in Deutschland eine Erleichterung durch die Aktien Novelle von 1937 geschaffen. Es ist heute gestattet, um die Beweglichkeit der A.-G. zu erhöhen, daß der Vorstand in den Satzungen von vornherein berechtigt werden kann bis zu einem bestimmten Nennbetrag das Grundkapital durch Ausgabe neuer Aktien gegen Einlagen zu erhöhen. Der Nennbetrag dieses genehmigten Kapitals darf nicht höher sein als die Hälfte des z. Zt. der Ermächtigung vorhandenen Grundkapitals. — Dies verleiht der deutschen A.-G. auch ohne Gebrauch der unerwünschten Vorratsaktien die Beweglichkeit, die die englische A.-G. infolge des sogenannten authorisierten Kapitals besitzt. Die deutsche A.-G. kann nun die günstige Lage des Kapitalmarkts auch jederzeit ausnützen, ohne daß Vorratsaktien zur Anwendung kommen müssen. Der Nachteil dieser Vorratsaktien nämlich war: 1. der starke von ihr abhängige Aktienbesitz, wodurch der Gesellschaft die Möglichkeit gegeben war die Abstimmung in Bahnen zu lenken, die der Verwaltung genehm waren, aber nicht stets nur das Wohl der Aktionäre förderten. 2. Die Gesellschaft erhielt, solange sie die Aktien nicht weitergab, keinen Gegenwert für die Aktien. Bei der Weitergabe an den Übernehmer aber ist der Gegenwert, der gewährt wird, gleichfalls unsicher, solange die Aktien nicht auf den Markt kommen und sich noch in den Händen des Übernehmers befinden. In der Bilanz müssen die Vorratsaktien aber gleichwohl auf der Passivseite erscheinen und können so leicht den Eindruck einer Überkapitalisierung erwecken. Dies ist bei der Finanzierung mit genehmigtem Kapital nicht der Fall. Die Vorratsaktie ist zwar in Deutschland nicht verboten, aber durch die Einführung des genehmigten Kapitals überflüssig geworden (§ 51 „Aktiengesetz" von 1937).

4) Bei der Kapitalerhöhung ist auch die Einräumung eines Bezugsrechts an die alten Aktionäre oder die Inhaber von Wandelobligationen, — in USA Convertible Bonds genannt — üblich. Die Einräumung eines Bezugsrechts an die Gründer ist seit 1884 in Deutschland nicht mehr gesetzlich erlaubt, wie auch die Einräumung eines Bezugsrechts, die dem Generalversammlungsbeschluß vor-

ausgeht, nicht wirksam ist. Diese Maßnahme soll dazu dienen, daß nicht etwa die alten Aktionäre nur deshalb auf Kapitalerhöhung hinarbeiten, und diese auch schließlich in der H.-V. durchsetzen, um durch das Bezugsrecht zu Pari zu verdienen, wenn der Kurs auf über Pari steht. Die Gesellschaft erleidet aber durch eine dabei mögliche Überkapitalisierung Schaden, da das zuviel angelegte Kapital nur eine Belastung für sie bildet. Andererseits gefährdeten solche vor dem H.-V.-Beschluß eingeräumten Bezugsrechte auch die Marktstellung, da die Inhaber von Bezugsrechten gerne künstlich die Kurse in die Höhe treiben, um einen möglichst hohen Gewinn zu machen. Die im deutschen Gesetz in Anwendung befindlichen Bestimmungen lauten: a) „Die Bezugsaktien können nicht vor Eintragung des Beschlusses über die bedingte Kapitalerhöhung ausgegeben werden, (wohl aber vor Eintragung der Ausgabe von Bezugsaktien). Ein Anspruch des Bezugsberechtigten entsteht vor diesem Zeitpunkt nicht. Die vorher ausgegebenen Bezugsaktien sind nichtig; für den Schaden aus der Ausgabe sind die Ausgeber den Besitzern als Gesamtschuldner verantwortlich. b) Das Bezugsrecht wird durch schriftliche Erklärung ausgeübt. — Die Bezugserklärung hat die gleiche Wirkung wie die Ausgabe einer Zeichnungserklärung. c) Der Vorstand darf die Bezugsaktien nur in Erfüllung des im Beschluß über die bedingte Kapitalerhöhung festgesetzten Zweckes nicht vor voller Leistung des Gegenwertes ausgeben, der sich aus dem Beschluß ergibt." (§ 164, 165, 166 d. Akt. Ges. v. 1937.)

Neu ist in der Aktien Novelle von 1937 auch das Bezugsrecht auf Grund von sogenannten Wandelschuldverschreibungen. Dies wird in gleicher Weise gehandhabt, wie das auf Aktien gewährte. Die Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen ist abhängig vom H.-V.-Beschluß und außerdem vom Entscheid des Reichsfinanz- und Reichsjustizministers [2]).

II. 1) a) Die verschiedenen Effektenarten spielen eine wichtige Rolle bei der Gründung und der darauf folgenden Emission. In England sind 96% der von privater Seite ausgegebenen Aktien Namensaktien. Die Inhaberaktien werden nur selten verwendet. Der Grund für das Vorherrschen der Namensaktien liegt erstens im Bestreben die Finanzierung bei den gegebenen infolge der fehlenden Hilfe der Banken und dem ungenügenden Funktionieren des Börsenmechanismus beschränkten Möglichkeiten zu erleichtern. Die Namensaktie braucht in England weder vor noch nach der Eintragung der Gesellschaft beim Registeramt voll einbezahlt sein ,da man ja den Inhaber kennt, der, um seine Rechte geltend machen zu können, im Aktienbuch der Gesellschaft eingetragen sein muß. Die Teileinzahlung ermöglicht auch dem Minderbemittelten die Spekulation in Aktien, was natürlich zu Beginn des Bestehens einer Gesellschaft eine große Erleichterung

[2]) Der Sicherung der Inhaber solcher Wandelschuld-Verschreibungen dient neben anderen Zwecken auch die Einführung der sogenannten „bedingten Kapital-Erhöhung", die in § 159 des neuen Aktien-Gesetzes von 1937 niedergelegt ist. —

für die Finanzierung bedeutet, späterhin sich jedoch weniger günstig auswirken kann. Der Teilbetrag eines Pfundes, des Mindestnennwerts einer englischen Aktie, wird nämlich von sehr vielen Leuten aufgebracht, wenn diese spekulieren wollen. An dieser Absicht aber fehlt es in England nicht.

Man unterscheidet hinsichtlich ihrer Übertragbarkeit folgende Effektenformen: „Inscribed, registered, bearer und negotiable certificates“ [1]).

„Die inscribed Stock [2])-Methode findet vorwiegend bei britischen und kolonialen Regierungsanleihen Verwendung, obgleich es auch möglich ist diese und ähnlich geartete Effekten in anderer Weise zu übertragen. Beim britischen Staat und den meisten Dominien ist der Stock in das Buch der Bank von England eingetragen (inscribed) bezw. eingeschrieben (written). Einige der Kolonialanleihen sind auch bei anderen führenden Banken oder beim Amt der Kronagenten eingetragen. Wenn der Verkauf durchgeführt wurde erscheint entweder der Verkäufer persönlich oder ein von ihm Bevollmächtigter und zeichnet die Eintragung, die bei der Übertragung des Stock auf den Namen des Käufers vorgenommen wurde. Die Bank gibt eine Art Quittung aus, die dem Broker ausgehändigt wird, der mit dem Verkäufer zusammen vorspricht. Die Quittung wird dem Käufer ausgehändigt, wenn er einen Verkaufsbeleg beansprucht. Dieses Dokument ist aber nur eine Aufzeichnung der Transaktion und ungleich dem Certificate bei der registered Stock-Methode ohne Wert, außer für den Zweck des Beweises, wenn der Stock in der Folge durch den neuen Käufer wieder weiterverkauft wird. Im Zweifel ist es unnötig die Quittung vorzuzeigen, vielmehr muß der Verkäufer bei der Bank selbst vorsprechen.

Wird nun der derzeitige Inhaber bei der Bank vorstellig, um die Eintragung vorzunehmen, so muß er durch eine Person, die bei der Bank zur Identifizierung von Inhabern qualifiziert ist, identifiziert werden. Alle führenden Brokers und Bankers sind in einer Liste als qualifizierfähig eingetragen. Wenn der Klient außerdem nicht persönlich bei der Bank erscheinen will, kann er durch Vollmacht einen Broker bezeichnen, der für ihn handeln soll, wenn er eine Übertragung vornehmen will.

---

[1]) Freie Übersetzung aus „The Work of the Stock-Exchange“, 2. Ausgabe, London 1934, Sir Stephen Killik S. 28—30.

[2]) Die Bezeichnung Stock, die im eben Gesagten verwendet wurde, bedeutet einen Gesamtbegriff eines Teiles oder des ganzen Grundkapitals. Für Teile des Stockvermögens werden sogenannte Stock-Certificates ausgegeben. Das als Stock bezeichnete Kapital kann auf Wunsch jederzeit in Shares umgewandelt werden. Auch die Umwandlung von Shares in Stock-Kapital ist möglich. Die einzelne Aktie, die an sich unteilbar ist, wird hierdurch teilbar. Für die Umwandlung ist aber Voraussetzung, daß die Aktien, die umgewandelt werden, voll eingezahlt sind, und die Umwandlung auch in den Articels vorgesehen oder nachträglich niedergelegt wird. Die Rückumwandlung von Stock-Vermögen in Shares ist außerdem innerhalb 4 Wochen dem Registerrichter anzuzeigen.

Das eingetragene Kapital (registered Stock) besteht, wie der Name sagt, in Vermögen oder Aktien, die auf den Namen des Inhabers in den Büchern der Gesellschaft registriert sind. In diesem Falle wird ein Dokument von der Gesellschaft ausgegeben, das gewöhnlich von zwei Direktoren und dem Sekretär der Gesellschaft unterzeichnet ist und das Gesellschaftssiegel trägt. Dieses Dokument bestätigt, daß das Stammkapital oder die Aktien in dieser Weise registriert sind. Diese Urkunde ist anders als die Quittung der Bank von England, über die eben berichtet wurde, ein Wertpapier, das aufbewahrt werden muß, bis die Aktien verkauft sind. Das Eigentum der Aktie wird vom Inhaber mittels einer Übertragungsurkunde (Transfer deed) auf einen anderen übertragen. Die Übertragungsurkunde muß von beiden Parteien ausgefüllt sein und, wenn bei der Gesellschaft zusammen mit dem diesbezüglichen Certificate niedergelegt, im Namen dessen, auf den sie übertragen wurde, registriert werden."

Wenn also ein Geschäft bezüglich des registrierten Kapitals vorgenommen wird, gibt der verkaufende Broker dem Käufer die Übertragungsurkunde, die vom Verkäufer gezeichnet und durch Certificate begleitet wird. Um die Schwierigkeit, die sich aus der Übertragung des registrierten Kapitals bei Industriepapieren, bei denen diese Effektengattung vielfach verwendet wird, im Börsenverkehr zu vermeiden, verwendet man hier sogenannte Tickets. Die Übertragung geht dann folgendermaßen vor sich [3]: „Der Broker hat am Liquidationstag dem Verkäufer den Namen, auf den die Aktien eingetragen werden sollen, bekanntzugeben. Zu diesem Zweck schreibt er ein Stück Papier aus, das in Größe und Gestalt dem gewöhnlichen Bankscheck ähnelt, und als Ticket bezeichnet wird. Dies enthält den Namen und die Adresse und die Beschreibung des Klienten oder des von ihm Benannten, zusammen mit dem Preis, zu dem die Aktien angekauft wurden und die Kaufsumme. Die letztere Summe wird als Bezahlung angesehen und schließt die staatliche Stempelgebühr bei der Übertragung der Aktien in sich. Die Stempelgebühr ist auf dem Ticket vermerkt und bildet zusammen mit dem Kaufpreis (Consideration) oder dem Wert der Aktien beim Abschluß die zu zahlende Summe, wenn das Ticket von der notwendigen Übertragungsurkunde begleitet übergeben wird. Die Übertragungsurkunde selbst ist durch den verkaufenden Broker in gedruckter Form fertiggestellt, trägt den Regierungswertstempel und wird natürlich ausgestellt, ehe sie dem kaufenden Broker zur Bezahlung vorgelegt wird. Im letzten Falle muß die Übertragungsurkunde von einem Certificate begleitet sein oder die Übertragungsurkunde muß selbst certificiert sein.

Die Tickets, von denen eben gesprochen wurde, tragen an der Stelle, wo die Signatur auf einem gewöhnlichen Bankscheck

[3]) S. 38—39 „The Work of the Stock-Exchange" Sir Stephen Killik, London 1934, 2. Ausgabe.

steht, Name und Adresse des Brokers, der die Tickets ausgibt. Tickets sind Wertpapiere, wie sie in ihrer Wirksamkeit ein Zahlungsversprechen durch Broker oder Jobber sind, dessen Namen darunter steht. Sie gehen von Hand zu Hand und erscheinen in den Büchern von Firmen, durch deren Hände sie wie Bargeld passieren. Diese Belege (Tickets) gehen dann durch die Hände vieler Firmen, bis sie in den Besitz des Originalverkäufers gelangen, der das Dokument zurückhält anstatt es weiterzugeben. Damit endet dieser Ablauf. — Eine sehr bedeutende nützliche und notwendige Arbeit wird vom Stock Exchange Suplement Department beim Durchgeben von solchen Titeln durch die Börse geleistet. Dies Institut ist auch als Stock Exchange Clearinghouse bekannt und ähnelt in seinen Grundzügen dem Bankers-Clearinghouse. Im Falle eines aktiven Handels in Stockvermögen würde es ganz unmöglich sein ohne das Clearinghouse zu arbeiten."

Auch diese eben geschilderte erleichterte Verkehrsmethode mit dem registrierten Stock-Vermögen ist wesentlich schwerfälliger als die in England sehr seltene Übertragung von Inhaberpapieren, die man als „bearer Stock" Methode bezeichnet, und die ich in folgendem schildern will.

Die „bearer Stock"-Methode [4]) ist eine viel einfachere Sache. In diesem Fall hat man ein Dokument, das feststellt, daß der Inhaber ein Anrecht auf eine bestimmte Menge Stock-Vermögen oder auf einen Anteil an soundsoviel Pfund einer Regierungs- oder anderen Körperschaftsanleihe hat, das von Hand zu Hand geht. Man kann verstehen, daß Inhaberpapiere anders als das Stock-Vermögen nicht geteilt werden können, und der Handel nur in einem Vielfachen vom kleinsten Nennwert des Papieres um sich greifen kann. Die Papiere tragen an einem gewissen festgesetzten Zeitpunkt — gewöhnlich alle 6 Monate — abtrennbare Coupons bei sich, die den Zins für diesen Zeitpunkt darstellen. Bei Vorlegung dieser Coupons bei Bankiers oder den Agenten der Regierung oder der Gesellschaft wird eine Zahlung an jene Personen die sie innerhalb einer kurzen zur notwendigen Prüfung erforderlichen Zeit vorlegen, geleistet.

Was ich „Negotiable Certificates" genannt habe, ist die Form, in der fast alle amerikanischen Effekten ausgegeben sind. Diese Certificates tragen sowohl die Beschaffenheit von registrierten (registered) wie Inhaber — (bearer) Shares in sich. Sie sind auf den Namen des jeweiligen Besitzers registriert. Sie können an den nächsten Besitzer mittels übertragenden Indossaments übergeben werden. Der Indossierte hat nach Übergabe zu girieren. In der Praxis gehen diese Aktien von Hand zu Hand, bis ein Käufer danach Verlangen trägt die Aktien auf seinen Namen einzutragen, sobald er das Indossament vollzogen und die Aktien nach Amerika zur Registration und zwecks Ausgabe eines neuen

[4]) „The Work of the Stock-Exchange" Sir Stephan Killik, London 1934, 2. Ausgabe, S. 39.

Certificates eingesandt hat. Meist jedoch stehen diese Aktien auf den Namen eines bedeutenden Hauses, das ein Büro in London unterhält, eingetragen, welches, wenn die Aktien bei ihm zur Prüfung vorgelegt worden sind, an die Inhaber gegen Zahlung einer unbedeutenden Kommission für die Durchführung die Dividende auszahlen wird. Da die Effekten mehr marktgängig sind, wenn sie in fremden Namen registriert sind, wie ich eben gezeigt habe, hat der private Inhaber der Aktien sie in der Regel nicht in seinem eigenen Namen registriert."

Als einfach und den Börsenverkehr fördernd ist die Übertragung dieser Effekten-Art nicht zu bezeichnen. Das Vorherrschen der Inhaber-Aktien in Deutschland wirkt hier unvergleichlich günstiger.

b) Ein weiterer Grund für das Vorwiegen der Namensaktie in England ist, daß jede Inhaberaktie 3% ihres Wertes Stempelgebühr zu zahlen hat, während die Namensaktie von dieser Stempelsteuer frei ist. Dieser steuerrechtlichen Maßnahme liegen folgende Überlegungen zugrunde: Da nämlich die Namensaktie durch die bei ihnen nötige Umschreibung den englischen Finanzbehörden ein jährliches Einkommen bringen, fällt dies bei der Übertragung von Inhaberaktien weg. Auch ist bei der Form der Namensaktie eine stärkere Kontrolle des steuerpflichtigen Einkommens möglich. Dieser Steuerausfall soll durch die Stempelpflicht der Inhaberaktien wenigstens soweit als möglich wieder ausgeglichen werden. Außerdem ist das Vorherrschen der Namensactie in England aus der Tatsache zu erklären, daß sie mit größeren Rechten als die Inhaber-Aktie ausgestattet ist. Die Inhaberaktie nämlich hat hier nur die anteiligen Rechte am Gesellschaftsvermögen und Anspruch auf Dividenden, sofern solche zur Ausschüttung gelangen. Der Namensaktie allein stehen Mitgliedschaftsrechte zu. Der Besitzer einer Inhaberaktie ist in England zwar dann stimmberechtigt, wenn seine Aktien im Depot einer Bank liegen. Aber auch hierbei ist die Umwandlung in Namensaktien und die Eintragung ins Gesellschaftsregister Voraussetzung für die Ausübung des Stimmrechts.

2. Die Nachteile, die sich aus diesem Vorherrschen der in England nicht voll einbezahlten Namensaktien ergeben, sind verschiedener Natur. Es wird zwar, wie oben gesagt, die durch die Successivgründung geschaffene Erleichterung bei der Kapitalisierung erhöht, ob das aber die Gefahren der in England mit der Successivgründung verbundenen Nichteinzahlung aufwiegt, ist immerhin sehr problematisch. Für das Unternehmen selbst nämlich besteht die Gefahr, daß bei nicht voll einbezahlten Aktien gerade in Zeiten großer Knappheit an Kapital das Unternehmen von seinen Aktionären nicht unterstützt werden kann. Ferner erschwert die Verwendung von Namensaktien und die Eintragung des Besitzwechsels im Aktienbuch die Übertragbarkeit und vermindert damit die Börsentauglichkeit erheblich. Hierdurch wird nicht zum wenigstens die mangelnde Funktionsfähigkeit der englischen Börsen bei Finanzierungen mit

veranlaßt. Als weiterer Nachteil, der auch von erheblicher Bedeutung ist, ist die Schaffung einer Spekulationsmöglichkeit für den Minderbemittelten mit seinem wenigen Geld zu nennen, da gerade durch die nicht voll einbezahlte Namensaktie es ermöglicht wird nur mit einem Teilbetrag des Mindestnennbetrags von 1 £ zu spekulieren. Diese Spekulationsmöglichkeit fördert zwar, wie oben schon erwähnt, die Finanzierung, aber dies könnte auch in anderer Weise besser ermöglicht werden, als in dieser volkswirtschaftlich nachteilige Kapitalverlagerungen begünstigenden Art. Sind doch gerade diese Gesellschaften, die sich an das wenig kapitalkräftige und, oder gerade deswegen, auch unkundige Publikum wenden, sehr häufig Schwindelunternehmungen.

Die Vorzüge der in Deutschland vorherrschenden Inhaberaktie, die voll einbezahlt sein muß, bevor sie ausgegeben werden darf, werden hinreichend durch die eben geschilderten Nachteile der nicht voll einbezahlten Namensaktie belegt. Ist doch, wie ja wohl genügend bekannt sein dürfte, beim Besitzwechsel von Inhaberaktien keine Eintragung in einem Aktienbuch nötig. Hierdurch wird eine Vertretbarkeit der Inhaberaktie erreicht die ihr leichtere Veräußerlichkeit an der Börse bewirkt. Es wird dadurch die Finanzierung von einer Seite her wesentlich erleichtert, deren Tätigkeit volkswirtschaftlich viel weniger schädlich ist, als die oben erwähnte Schaffung von Zwerganteilen, da mit diesen Bevölkerungskreise angelockt werden, die ihr Geld besser zur Sparkasse tragen oder in Obligationen anlegen sollten als in Aktien, deren Erwerb stets ein Risiko in sich trägt. Man sieht also, wie vorteilhaft die voll einbezahlte Inhaberaktie, die in Deutschland überwiegend verwendet wird, und wie berechtigt die im Aktien-Gesetz von 1937 wieder streng durchgeführte Einsetzung des RM 1000.— Mindest-Nennbetrags für Aktien ist.

3. a) Es werden in Deutschland wie in England Vorzugsaktien ausgegeben. In England ist Voraussetzung für die Ausgabe von Aktien verschiedener Gattung, daß dies bereits in der Gründungsurkunde niedergelegt ist. Mit Zustimmung eines Aktionärbeschlusses einer bestimmten Klasse ist eine nachträgliche Änderung hierbei möglich (§ 61, 1. C. A.) Die sogenannten englischen Preference-Shares, die man mit Prioritäts-Aktien bezeichnen könnte, sind in England genau so wie in Deutschland mit Rechten zu bevorzugtem oder vorangehendem Dvidendenbezug und seinen Variationen ausgestattet. Die Preference-Shares sind in England im Gegensatz zu Deutschland jedoch immer schon in stimmrechtsloser Form ausgegeben worden, während in Deutschland erst seit der Aktien Novelle von 1937 eine solche Aktiengattung eingeführt wurde. Der Gesetzgeber entspricht damit dem Bedürfnis, dem Einfluß auf die Verwaltung der A.-G. bei Aufnahme ausländischen Kapitals entgegenzutreten (§ 115 Akt.-Ges. 1937). In England mag diese vorteilhafte frühere Einführung jedoch daraus zu erklären sein, daß man namentlich in den 70iger Jahren zur Erleichterung der Finanzierung sehr oft Preference-Shares mit gesicherter höherer

Dividende verwandte. Hierbei wollte man aber andererseits wenigstens die Verwaltung der A.-G. den Stammaktionären vorbehalten, wenn schon die Befürchtung bestand, daß sie bei der Dividende zu kurz kommen würden.

b) Die Gattung der Vorzugsaktien, die der Engländer mit Deferred Shares oder Gründeraktien, da sie meist an die Gründer verteilt werden, bezeichnet, — bei denen der Anspruch auf eine Sonderdividende so lange hinausgeschoben wird, bis auf die gewöhnlichen Aktien ein bestimmter Dividendenbetrag ausbezahlt wird —, ist in Deutschland gleichfalls hier aber nur unter dem allgemeinen Namen Vorzugsaktien in Verwendung.

c) Eine neue Gattung von Vorzugsaktien schuf in England der Companies Act von 1929, die sogenannten „Redeemable Preference Shares". Das sind rückkaufbare Vorzugsaktien. Es wird durch sie dem Bedürfnis vieler Aktiengesellschaften entsprochen, die nur auf kürzere Zeit Kapital aufzunehmen wünschen, ohne dabei eine dauernde Belastung eingehen zu wollen. Bisher waren die Aktiengesellschaften nämlich meist gezwungen entweder Kapitalerhöhungen vorzunehmen oder Schuldverschreibungen auszugeben. In geldknappen Zeiten waren diese beiden Maßnahmen von drückenden Folgen begleitet. Die Ausgabe von Schuldverschreibungen hatte zudem stets eine Verpfändung des Gesellschaftsvermögens und somit weitere Verringerung des Gesellschaftskredites als Folge. Wenn Kapitalerhöhungen vorgenommen werden sollten, mußten hingegen Dividendensätze von 7—8 Prozent an die neuen Aktionäre zugesichert werden, um sie zur Anlage zu bewegen. Die Gesellschaften wurden dadurch auf die Dauer schwer belastet. Die Auswirkung war besonders nachteilig dann, wenn ein Sinken des allgemeinen Zinssatzes beispielsweise von 7 auf 5% eingetreten war. Kapitalzusammenlegungen waren dann meist der einzige Ausweg für die Gesellschaft.

Der Rückkauf dieser Redeemable Preference-Shares ist von vornherein in den Statuten (Articels of Association) festgesetzt. Zur Verhinderung von Mißbräuchen wurde im § 46 C. A. [5]) bestimmt:

a) „Solche Aktien können nur zurückgekauft werden aus Gewinnen der Gesellschaft, welche sonst für Dividenden verwendet würden oder aus eingegangenen Geldern einer neuen Ausgabe von Aktien zum Zwecke des Rückkaufs.

b) Solche Aktien dürfen nicht zurückgekauft werden, wenn sie nicht voll einbezahlt sind.

c) Wenn solche Aktien auf andere Art zurückgekauft werden als aus Erträgen einer neuen Ausgabe, so muß aus Gewinnen, welche sonst für Dividenden verwendet würden, ein Reservefonds errichtet werden, welcher den Namen trägt „The Capital Redemption Reserve Fund", und zwar eine Summe, welche

[5]) A. Curti „Die Engl. Aktien-Gesellschaft nach neuem Recht", 1929, Seite 119.

dem Betrag entspricht, der zum Rückkauf der Aktien nötig ist, und die Vorschriften dieses Gesetzes, welches sich auf die Reduktion des Aktienkapitals beziehen sollen, vorbehaltlich der in diesem Paragraphen zugelassenen Ausnahmen, so anwendbar sein, wie wenn das Kapital des Redemption Reserve Funds voll einbezahltes Aktienkapital der Gesellschaft wäre.

d) Wenn irgend solche Aktien zurückgekauft werden aus Erträgen einer neuen Emission, so muß die Prämie, wenn eine solche bei dem Rückkauf zu zahlen ist, aus den Gewinnen der Gesellschaft bereitgestellt sein, bevor die Aktien zurückgekauft werden."

Man sieht, das Gesetz will vor allem Benachteiligungen der bereits vorhandenen Aktionäre, sowie der anderen Gläubiger verhüten. Dies geschieht durch Reserveeinstellung in gleicher Höhe wie der gezahlte Rückkaufspreis für die Redeemable Preference Shares beträgt. Die Gesellschaft hat außerdem das Recht für den Nennbetrag der zurückgekauften Aktien neue Aktien auszugeben, ohne daß dies als Kapitalerhöhung anzusehen ist. Mit dieser Ausgabe kann sie auch die Ausgabe von Bonusaktien verbinden, deren Gegenwert aus dem oben genannten Kapitaltilgungsfonds zu entnehmen ist. Diese letztgenannten Vorzugsaktien sollen als voll bezahlte Bonusaktien an Mitglieder der Gesellschaften ausgegeben werden. Rückkaufbare Vorzugsaktien gibt es in Deutschland noch nicht, da man zu sehr auf Wahrung der Interessen der anderen Aktionäre und der Gläubiger bedacht ist, als daß man dies wie in England hinter dem Bedürfnis nach rascher Finanzierung zurückgestellt hätte.

4. a) Ob die Ausgabe von Aktien durch Kapitalerhöhung bezw. das oben bereits im Abschnitt B I 3 erwähnte genehmigte Kapital bei den laufend anfallenden langfristigen Finanzierungsaufgaben angemessen ist, oder ob es günstiger ist Obligationen auszugeben, ist eine Tatfrage. Der Markt ist in der aufsteigenden Konjunktur für Aktien günstiger und in der Depression für Obligationen besser geeignet. Ob das eine oder andere das Bessere ist, hat aber nicht allein der Markt zu entscheiden, sondern schließlich vor allem auch die Fähigkeit der Gesellschaft ihren Verpflichtungen nachzukommen.

In England unterscheidet man zwei Arten von Obligationen (Debentures).

1. Ordinary Debentures, durch die die Inhaber Gläubiger der Gesellschaft werden und
2. Mortgage Debentures, durch die besonderes Eigentum der Gesellschaft an Treuhänder verpfändet wird. Die Art der Pfandrechte, mit denen solche Debentures ausgestattet sind, können zweifacher Natur sein. Entweder es sind bestimmte Vermögensstücke verpfändet, man spricht dann von einer Fixed Charge; die Gesellschaft kann aber gleichwohl über die Vermögensstücke unter Vorbehalt des geschaffenen Pfandrechts verfügen.

Bei der Floating Charge, der andern Möglichkeit, handelt es sich hingegen nur um eine schwebende Belastung, wobei das Recht zur Weiterverpfändung solange unbeschränkt bleibt, bis eine Umwandlung in eine Fixed Charge infolge des Eintretens irgendwelcher Umstände erfolgt.

Es existieren rückkaufbare Schuldverschreibungen und solche, die nicht zurückgekauft werden können. Im letzteren Falle geschieht die Tilgung meist mit Hilfe der sogenannten Sinking Fund Methode, die in Deutschland bei internationalen und anderen Anleihen auch heute noch sehr häufig verwendet wird. Die Obligationenurkunde kann entweder Inhaber — oder eine im Gesellschaftsbuch eingetragene Urkunde sein. Es besteht auch die Möglichkeit der Ausgabe eines Certificates, welches bezeugt, daß der Inhaber im Gesellschaftsbuch als Eigentümer einer gewissen Summe eingetragen ist. Die letztere Art ist ähnlich der oben erwähnten Stock registered Methode. Auch die Ausstellung einer sogenannten Transfer Deed (Übertragungsurkunde) von seiten des Übertragers an den Inhaber ist somit hier möglich. In Deutschland sind hingegen vorwiegend Inhaberschuldverschreibungen in Gebrauch. Die Verwendung von auf den Namen lautenden Obligationen mit Umschreibungen im Gesellschaftsbuch ist hier ungebräuchlich.

Eine sehr günstige Mittelstellung zwischen Aktien und Obligationen nehmen die stimmrechtlosen Vorzugsaktien ein, die ich oben auf S. 20 bereits erwähnte. Stellen diese doch für die Gesellschaft keine so große Belastung dar wie Schuldverschreibungen. Sie erleichtern andererseits die Finanzierung sehr, denn sie genießen außer dem Stimmrecht alle Rechte einschließlich der Berechtigung zur Teilnahme an der Verwaltung.

Die sogenannten Wandelschuldverschreibungen, die ich schon oben im Abschnitt B I 4 (Bezugsrechte) genannt hatte, sind in Deutschland ebenfalls zur Erleichterung der Finanzierung in Anlehnung an die in USA üblichen Convertible Bonds geschaffen worden. —

Auch die Ausgabe von sogenannten Gewinnschuldverschreibungen dient dem Zweck leichterer Finanzierung. Ihre Schöpfung verdanken sie in Deutschland gleichfalls dem Aktien-Gesetz von 1937. Der Vorteil, den sie gewähren, ist außer der festen Verzinsung ein von der Höhe der Dividende nicht dem Reingewinn abhängigen Zusatzbetrag. — Beispiel: Etwa bei mehr als 5% Dividende ½% Zins mehr. Wandel- und Gewinnschuldverschreibungen gibt es unter dieser Spezialbezeichnug in England nicht, wohl aber mit ähnlichen Rechten ausgestattete Vorzugsaktien.

b) Auch Genußrechte kennt man unter einem solchen oder ähnlichen Namen nur in Deutschland. Genußscheine erhalten z. B. häufig die Gründer als Vergütung oder Darlehensgeber neben Schuldverschreibungen, um sie am Reingewinn und der Abwicklungsmasse zu beteiligen. Die Genußscheine haben eine gewisse Ähnlichkeit mit den stimmrechtlosen Vorzugsaktien, nur mit dem

wesentlichen Unterschied, daß sie nicht wie letztere außer dem Stimmrecht alle anderen Aktienrechte, so auch nicht das Recht zur Teilnahme an der Verwaltung, also an der Hauptversammlung und dergl. aufweisen.

Die Ausgabe der geschilderten Effektengattungen ist ein Mittel, um Kapital in erhöhtem Maße und unter vorteilhaften Umständen zu erhalten, als es bei Ausgabe einfacher Stammaktien und Schuldverschreibungen der Fall wäre.

Welche Gattung von Aktien, Obligationen, Vorzugsaktien oder sonstigen Schuldverschreibungen jeweils am vorteilhaftesten auszugeben ist, ist nicht so ohne weiteres ein für alle Mal zu bestimmen. Hängt eine solche Beurteilung doch nicht nur von der genauen Kenntnis der wirtschaftlichen Fähigkeit der Gesellschaft ab, die durch ausgegebene Schuldverschreibungen übernommenen Verpflichtungen zu erfüllen, sondern auch von der jeweiligen Lage des Geld- und Kapitalmarktes, die man nicht für alle Zeiten im voraus bestimmen kann.

5. Dem gleichen Zweck wie die oben angeführten Aktien- und Obligationsgattungen, nämlich der Erleichterung der Kapitalisierung, soll die seit dem Companies Act von 1929 in England gestattete Unter-Pari-Emission von Aktien dienen. Daß sie an dieser Stelle erwähnt wird, liegt darin, daß die Ausgabe von Aktien unter dem Nennwert schon an die Gründer und nicht erst ans Publikum als Unter-Pari-Emission bezeichnet wird. — In Deutschland ist die Unter-Pari-Emission für Aktien auch heute noch gemäß § 9 des neuen Aktiengesetzes von 1937 verboten. Lediglich einmal wurde in Deutschland eine dahingehende Ausnahme gemacht. Dies war durch § 12 der 5. D. V. der Goldmarkbilanz-Verordnung geschehen, wonach die Deckung eines Disagios bei Ausgabe neuer Aktien bis zu 20% aus der Umstellungsreserve erfolgen konnte.

In England hingegen war die Unter-Pari-Ausgabe praktisch schon immer möglich gewesen. Denn man konnte a) eingebrachte Sachwerte mit einem beliebig hohen Betrag einsetzen; b) bis 1929 die Underwriting Commission mit einem beliebig hohen Posten anführen. Letzteres ist allerdings seit Erlaß der Companies Act von 1929 nicht mehr möglich. Es wurde schon früher zwar in der Wrenbury Commission 1918 scharf Stellung gegen die Umgehung des damals noch bestehenden Verbotes der Unter-Pari-Emission genommen. Die Greene Commission 1925, die im gleichen Sinn sich gegen diese Mißstände wandte, zeitigte gleichfalls keine Ergebnisse in dieser Hinsicht. Man stellte sich in England aber teilweise auch damals schon auf den Standpunkt, der sich im neuen Companies Act von 1929 durchsetzte, daß die Gestattung der Unter-Pari-Emission für die Kapitalisierung der Gesellschaft von beachtlichem Werte für die Gesellschaft wäre und damit dem Ansporn zu unklaren Machenschaften hinsichtlich der Überbewertung der Sacheinlagen und zu hoher Einsetzung der Underwriting-Commission der Anlaß genommen würde. Andererseits, so führte man aus, sei es für die Finanzierung auch viel günstiger Aktien unter Pari aus-

zugeben, wenn eine Kapitalaufnahme erforderlich sei, als darauf angewiesen zu sein, Obligationen unter Pari zu emittieren, — was bisher ja auch möglich war, — oder Aktien mit einem geringeren Nennbetrag als dem der alten Aktien auszugeben. Dies ist nun zweifellos richtig, denn die Ausgabe von Obligationen wie die von kleinen Aktien ist, wie dies aus meinen gemachten Ausführungen hervorgehen dürfte, für eine Gesellschaft nicht immer wirtschaftlich zweckmäßig. Als weiteren Vorteil der Unter-Pari-Emission führt die Commission von 1929 an, daß man, — zu welcher Ansicht die englischen Sachverständigen immer schon neigten und wie dies auch aus den Erwägungen bei Einführung von Quotenaktien, wie sie in USA bereits üblich sind, deutlich hervorgeht, — die Aktien niemals dem Nennwert nach, sondern nur als Teil des sich stets verändernden Vermögens der Gesellschaft betrachtet werden müssen. Deshalb bestehen auch keine Bedenken hinsichtlich einer Täuschung des Publikums durch Unter-Pari-Ausgabe von Aktien. Der Companies Act von 1929 läßt aus solchen Erwägungen heraus die Unter-Pari-Emission von Aktien einer bereits ausgegebenen Aktienklasse in § 47 unter folgenden Voraussetzungen zu:

1. a) „Die Ausgabe von Aktien unter Pari muß in einer Generalversammlung beschlossen und durch das Gericht genehmigt sein.
   b) Der Beschluß muß den Höchstbetrag des Diskonts (der Differenz zwischen Nominalwert und Emissionspreis), zu welchem die Aktien ausgegeben werden, angeben.
   c) Es muß wenigstens 1 Jahr zwischen dem Tag der Ausgabe und dem Tag verflossen sein, da die Gesellschaft berechtigt war mit den Geschäften zu beginnen.
   d) Die unter Pari ausgegebenen Aktien müssen innerhalb eines Monats nach dem Tage, an welchem diese Ausgabe durch das Gericht genehmigt wurde, oder innerhalb einer vom Gericht gesteckten Frist ausgegeben werden.
2. Wenn die Gesellschaft die Unter-Pari-Ausgabe beschlossen hat, so hat sie zur Genehmigung an die Gerichte zu gelangen.
3. Jeder Prospekt und jede Bilanz, die in Bezug auf die Unter-Pari-Ausgabe nach der erfolgten Emission ausgestellt werden, haben genau den Diskontbetrag anzugeben, der bei der Aktienausgabe gewährt wurde, oder denjenigen Teilbetrag davon, welcher am Tage der Veröffentlichung des Prospektes oder der Bilanz noch nicht amortisiert ist“ [6]).

Man erkennt aus den angeführten Vorschriften ganz deutlich den Willen des Gesetzgebers der dahin geht, vor allem Klarheit bei den Kapitalisierungsverhältnissen der Gesellschaften zu schaffen durch die Möglichkeit einer in der Öffentlichkeit vorgenommenen Unter-Pari-Ausgabe, die verschleiert, oft mit Nebenabsichten der Gründer verbundene Überbewertung der Sacheinlagen und der zu hohen Underwriting-Commission-Einsetzung in die Bilanzveröffentlichung

[6]) A. Curti „Die englische Actiengesellschaft nach neuem Recht“, 1929, Seite 120.

hintanzuhalten. Dem gleichen Zweck der Öffentlichkeit der Gründung dienen die später noch dargelegten Prospekterfordernisse, die gleichfalls zum großen Teil durch den neuen Companies Act geschaffen wurden.

Trotz dieser guten und zweifellos berechtigten Gründe bestehen gegen die Unter-Pari-Emission in Praxi manche ernste Bedenken. Diese richten sich erstens gegen die Benachteiligung des Publikums, ist doch die Unter-Pari-Emission praktisch einer Kapitalherabsetzung gleichzusetzen. Eine Kapitalherabsetzung dazu, von der das Publikum nicht in Kenntnis gesetzt wurde, also Aktien in gutem Glauben erwirbt, wenn die Herabsetzung schon erfolgt ist, und die Aktien bei einer regulären Kapitalherabsetzung gar nicht mehr auf dem Markt wären. Das zweite Bedenken richtet sich darauf, daß infolge gleich hoher Dividendenzahlungen auf unter Pari emittierte Aktien die Kapitalkraft der Gesellschaft erschüttert werden muß. Ist doch, da nach § 47 des Companies Act von 1929 nur die Unter-Pari-Emission einer bereits ausgegebenen Aktien-Klasse vorgenommen werden darf, diese Gefahr besonders naheliegend, weil bei der Neuausgabe von Aktien diese dem Zweck der Unter-Pari-Emission entsprechend, wohl nicht mit einer niederen Dividende ausgestattet sein werden als die bisher ausgegebenen Aktien der gleichen Klasse. Erwägungen letzterer Art führten wohl auch zusammen mit der Tatsache, daß eine Underwriting-Commission auch nach dem neuen Companies Act bis zur Höhe von 10% des Emissionspreises oder des Betrages oder des Prozentsatzes, zu welchem die Statuten ermächtigen, gestattet ist, dazu, daß man nicht eine unbeschränkte Unter-Pari-Emission zuließ, sondern sie an die gesetzlichen Voraussetzungen, die in § 47 niedergelegt sind, band.

Die Bedenken, die ich oben hinsichtlich der Gleichsetzung der Unter-Pari-Emission und der notwendigen aber im Verhältnis zum Effektiv-Kapital zu hohen Dividendenausschüttung ausführte, mögen wohl auch in Deutschland dazu geführt haben, die Unter-Pari-Emission im Interesse der allgemeinen Sicherheit nicht zu gestatten.

III. 1. „Juristisch" so definiert Adolf Weber [1]) „stellt sich das Emissionsgeschäft als dasjenige Rechtsgeschäft dar, welches die Aufbringung der durch Wertpapiere repräsentierten Kapitalbeträge bewirkt oder vermittelt."....

Neben dieser juristischen Definition gibt uns Weber noch eine volkswirtschaftliche: „Volkswirtschaftlich handelt es sich bei dem Emissionsgeschäft um Mobilisierung eines langfristigen Kredites durch Ausgabe von Obligationen oder um Mobilisierung einer langfristigen Beteiligung an einem geschäftlichen Unternehmen durch Ausgabe von Aktien, sodaß mehr oder minder zahlreiche Kapitalbesitzer mit bestimmt begrenztem Risiko Kapitalteile für irgendeinen Zweck beisteuern."....

[1]) Adolf Weber „Depositenbanken und Spekulationsbanken", München u. Leipzig 1938, 4. Auflage, Seite 236.

Rein technisch betrachtet versteht man unter Emission in der Geschäftssprache sowie vom juristischen Gesichtspunkt aus gesehen nicht schon die Schaffung und Übernahme von Effekten durch die Gründer, sondern erst die Effektenübernahmeverträge eines Emittenten oder eines Konsortiums mit dem Emissionsschuldner, die Konsortialverträge mit den Konsorten und die Emissionsverwaltung als Absatzvermittlung. Zur Verwaltung und Absatzvermittlung gehören:

a) die zur Unterbringung vorgenommenen Maßnahmen, so die Werbung, die Auflegung zur Zeichnung und die Zuteilung, der freihändige Verkauf an der Börse und der Verkauf unter der Hand.

b) die Bearbeitung des Prospektes und die Herbeiführung der Börsenzulassung.

c) der Zins- und Tilgungsdienst, sowie die Einlösung von Dividendenscheinen und die Ausgabe von Erneuerungsbogen für Zins- und Dividendenscheine und

d) die Kurspflege der ausgegebenen Effekten.

2. Die Methoden der Emissionstechnik sind: Die Subscription oder Auflegung zur Zeichnung, die Einführung oder der freihändige Verkauf an der Börse, die Emissions-Methode der Landschaften und der Verkauf unter der Hand oder die Placierung.

a. Subscription oder die Auflegung zur Zeichnung.

Die verbreitetste Emissionsmethode ist in Deutschland und England die Auflegung zur Zeichnung, auch Subscription genannt. Die Subscription zerfällt in Aufforderung zur Zeichnung, Zeichnung und Zuteilung. Die Aufforderung zur Zeichnung kann durch Prospekt, Veröffentlichung mit Hilfe der Zeitung, oder an Hand von Rundschreiben erfolgen. — Auf die Bedeutung des Prospektinhalts werde ich später zurückkommen. — Nachdem nun durch die Veröffentlichung des Prospektes oder in anderer Weise zur Zeichnung aufgefordert wurde, werden die Zeichnungen an den zuständigen Zeichnungsstellen, meist Banken, vorgenommen. Bei der Zeichnung bedient man sich des Zeichnungsscheines. Dieser enthält nach E. Schmalenbach [2]):

„Der Zeichner verpflichtet sich zu

1. der Abnahme der gezeichneten Papiere, die ihm auf Grund des Zeichnungsscheines zugeteilt werden.
2. Der Zeichner unterwirft sich für einen ganz oder einen Teilbetrag der Sperre.
3. Der Zeichner verpflichtet sich eine Sicherheit in bar oder in Wertpapieren, die der Zeichnungsstelle genügt, allgemein oder auf Verlangen der Zeichnungsstelle zu leisten.
4. Die Zuteilung erfolgt nach freiem Ermessen der Zeichnungsstelle tunlichst bald nach Schluß der Zeichnung." —

[2]) E. Schmalenbach „Finanzierungen" 1928, 4. Aufl., S. 310.

Die bei 2. erwähnte Sperre bedeutet, daß sich der Zeichner verpflichtet das neuerworbene Papier nicht zu veräußern. Diese Verpflichtung soll dazu dienen, die sogenannten „Konzertzeichner", d. h. die rein spekulativen Zeichner, die ihr Papier „per Erscheinen" wieder weiterverkaufen wollen, auszuschalten. Allerdings wird die Sperrverpflichtung häufig durch Handel mit gesperrten Stücken mit Hilfe von Gutscheinausgabe umgangen, um dennoch den Gewinn einzuheimsen, den man durch die bei Erscheinen infolge der Knappheit bereits gestiegenen Kurse zu machen hofft.

Der Handel „per Erscheinen" ist der Abschluß von Geschäften in zur öffentlichen Zeichnung aufgelegten Wertpapieren vor Ausgabe der Stücke zur Erfüllung bei der Zuteilung. Er gewährt den Käufern die Möglichkeit, den begehrten Posten sicher zu erwerben, statt auf das erfahrungsgemäß stets unsichere Ergebnis der Zuteilung auf ihre Zeichnung angewiesen zu sein. Dieser Handel „per Erscheinen" wird in Deutschland durch § 42 des Börsengesetzes erschwert, da für Wertpapiere, welche zur öffentlichen Zeichnung aufgelegt werden, vor beendeter Zuteilung an die Zeichner eine amtliche Feststellung des Preises nicht vorgenommen werden darf. Vor diesem Zeitpunkt sind Geschäfte von der Benutzung der Börseneinrichtung ausgeschlossen und dürfen von den Kursmaklern nicht notiert werden. Auch dürfen für solche Geschäfte Preislisten (Kurszettel) nicht veröffentlicht werden. „Die Erschwerung des Handels nach § 42 beruht auf der Erwägung, daß dadurch die Emissionshäuser in die Lage versetzt würden, wenn sie zur öffentlichen Zeichnung aufgelegte Papiere gleichzeitig im Wege des Handels „per Erscheinen" zu höherem Preise als dem Zeichnungskurs verkaufen könnten, die Zeichner bei der Zuteilung wenig oder gar nicht zu berücksichtigen, andererseits dagegen, wenn der Kurs beim Handel „per Erscheinen" unter den Zeichnungspreis herabgedrückt würde, genötigt wären im Wege dieses Handels die Wertpapiere wieder aufzunehmen [3]). Ohne ihre zivilrechtliche Gültigkeit zu berühren, sind deshalb die Geschäfte „per Erscheinen" diesen börsenpolizeilichen Einschränkungen unterworfen. „Letztere greifen jedoch nur insoweit durch, als die Papiere tatsächlich zur öffentlichen Zeichnung aufgelegt worden sind. Ist ein Teilbetrag zur Zeichnung aufgelegt, ein anderer von der Zeichnung ausgeschlossen, so finden auf diesen Restbetrag nach der von den deutschen Zulassungsstellen vereinbarten Übung die Untersagungsvorschriften des § 42 keine Anwendung." Freilich dürfen bei der Preisfeststellung dann nur solche Geschäfte berücksichtigt werden, die zu gewöhnlichen börsenmäßigen Bedingungen, also zur Lieferung und Abnahme am folgenden Tage, geschlossen sind und daher nur den Restbetrag betreffen können.

In England kennt man derartige Beschränkungen nicht. Auch das Eingehen einer Sperrverpflichtung ist in England nicht üblich,

[3]) § 42 Börsengesetz, Zusatz 1.

da dies bei dem dort angewandten Kapitalisierungssystem nicht zweckdienlich wäre.

Die Zuteilung der Stücke erfolgt in Deutschland und heute auch vorwiegend in England mit festem Kurs d. h. der Kurs ist von Anfang an bei der Zeichnung von seiten des Emissionshauses festgesetzt. Berücksichtigt werden bei der Zuteilung zuerst jene Zeichner, die sich einer Sperrverpflichtung unterwerfen, dann die Kunden der Banken und zuletzt die der Emissionsstelle Unbekannten.

In England wandte man früher, seltener heute noch — außer bei Schatzschein-Emissionen — bei der Zuteilung das sogenannte Tendersystem an. Es wird hierbei von vornherein vom Emittenten ein Minimalkurs angesetzt, und der tatsächliche Ausgabekurs erst gemäß der Höhe der eingelaufenen Ordres als Mittelkurs vom Börsenvorstand festgesetzt.

E. Schmalenbach gibt in seinem Buch [4]) folgendes Beispiel für die Anwendung des Tendersystems: „Angenommen, es soll ein Obligationsbetrag von RM 1 000 000.— begeben werden, der Minimalkurs werde mit 96,5% festgesetzt.

Die Zeichnungen sind eingelaufen wie folgt:

Gruppe A	3 000.000.— RM	zu	96,5 %
Gruppe B	1 200.000.— RM		
Gruppe C	700.000.— RM	zu	96,9 %
Gruppe D	500.000.— RM	zu	97 %
Gruppe D	100.000.— RM	zu	98 %

Die Zuteilung erfolgt nun so, daß erst diejenigen befriedigt werden ,die den höchsten Kurs limittiert haben, also erhalten

Gruppe E	100 000.— RM
Gruppe D	500 000.— RM
Gruppe C	400 000.— RM
(zusammen	1 000 000.— RM)

Bei Gruppe C findet eine Repartierung statt. Der Kurs ist nun für alle 96,9% auch für diejenigen, die 98% geboten haben. Die Gruppen A und B fallen auf diese Weise aus."

Das Verfahren hat manche Vorteile für den Zeichner, da er bis zu einem gewissen Maße den Ausfall seiner Zeichnung selbst bestimmen kann. Das Emissionshaus aber ist in der Lage die vorhandene Nachfrage voll auszunutzen und so den Emissionserfolg günstiger zu gestalten, als das bei der Emission bei festem Kurs möglich wäre. Der Nachteil aber dürfte darin bestehen, daß das Verfahren leicht zur Benachteiligung des Publikums führt. Der Emittent behält einen Teil der Effekten von vornherein zurück, sodaß der Nachfrage nur 0,6 Millionen RM Angebot gegenüberstehen. Der Kurs wäre dann 97%. Dieser überwertete Kurs, der augenblicklich für das Emissionshaus einen Gewinn einträgt, benachteiligt

[4]) E. Schmalenbach „Finanzierungen" 1928, 4. Aufl., S. 317.

späterhin, wenn der Kurs wieder absinkt, das Publikum, da es zu viel bezahlt hat, für den Emittenten aber führt eine solche Handlungsweise zum Verlust seines Emissionskredites. Diesen einzubüßen würden in Deutschland, wo meist Banken mit den Emissionen betraut sind, diese nicht in Kauf nehmen wollen.

Ferner ist es, unabhängig von der Anwendung des Tender-Systems in England, erforderlich, daß, bevor zur Zuteilung geschritten werden darf, die oben schon erwähnte Minimum-Subscription nicht nur gezeichnet, sondern auch einbezahlt werden muß. Sie soll nicht weniger als 5% betragen. — Die Zahlung auf die Minimumssubscription ist auch in Form von Schecks vornehmbar, sofern die Direktoren keinen Grund haben anzunehmen, daß dieselben nicht eingelöst werden. Es haben sich allerdings hierbei Zweifel ergeben, ob es bei sehr gesteigerter Nachfrage Mittel gibt, um die Einlösbarkeit der Schecks einigermaßen sicher im Voraus nachprüfen zu können.

Bei Auflegung zur Zeichnung ist die Börsenzulassung nicht notwendig. Sie wird aber meist nachgeholt, oder es wird zum mindesten nicht versprochen, daß sie in Bälde eingeholt wird, da dies den Absatz wesentlich erleichtert. Ohne Börsenbenützung wäre ja die Weiterveräußerung wesentlich schwieriger. Es wird aber jeder Effektenkäufer Interesse daran haben seine Stücke, wann immer es in seinem Belieben steht ,selbst wenn er auf Daueranlage bedacht ist, vorsichtshalber wieder weiterveräußern zu können.

b. Der freihändige Verkauf oder die Einführung.

Bei der Emission von Aktien wird der freihändige Verkauf meist stoßweise beschleunigt vorgenommen. Bei der Emission von Obligationen, für die diese Emissionsmethode in Deutschland am häufigsten in Anwendung kommt, emittiert man hingegen kontinuierlich. Allerdings ist in diesem Falle, da die Hilfe der Banken, die allein hierzu die geeignete Organisation besitzen, unerläßlich. Da die Einführung an der Börse erfolgt, ist die Zulassung für sie Voraussetzung.

a) Der stoßweise erfolgende freihändige Verkauf wird vorzugsweise für Aktien angewandt. Diese Emissionsmethode genießt sowohl in Deutschland wie in England meist dann den Vorzug vor der Subscription, wenn das zu emittierende Papier noch keine einigermaßen sichere Bewertung zuläßt, wenn also der Effektenpreis schon sehr niedrig sein müßte, um die Effekten mit Sicherheit unterbringen zu können. — Anleihen zweifelhafter Schuldner werden deshalb fast immer in Form der Einführung emittiert. — Die Ordres der Anlagesuchenden lauten hier per „Erscheinen“ und meist auf „bestens“. Dies letztere heißt, daß der Anleger zu jedem Kurs bereit ist.

Dies Verfahren ist wohl für das Emissionshaus rentabler als die Subscription mit festem Kurs, aber es entstehen ähnliche Nachteile wie beim oben geschilderten Tender-System. Aus

diesem Grunde wird von seiten der Börsenleitung im Falle des freihändigen Verkaufs eine sogenannte Umsatzgarantie verlangt, damit nicht der Emittent je nach Bedarf Effekten am Einführungstage zurückhält, um so künstlich den Kurs zu steigern. Die Umsatzgarantievorschrift wird oft umgangen, indem ein Rückkauf der emittierten Stücke von seiten des Emissionshauses oder dessen Beauftragten erfolgt. Es ist also auch durch die Festsetzung der Umsatzgarantie kein absoluter Schutz für das Publikum geboten. — Wenn die Einführung über die Schalter der Bank hinweg, in diesem Falle meist an Kontokorrent- und Depositenkunden erfolgt, spricht man (bei der Einführung) von Tafelgeschäft. Der Absatz im Tafelgeschäft wird jedoch mehr in Deutschland als in England angewendet, da dort die Banken meist teilnahmslos dem Emissionsgeschäft gegenüberstehen, und wenn sie als Zeichnungsstellen fungieren, selten mehr als die Zeichnungsmöglichkeit selbst bieten.

In England werden die Effekten durch persönliche Beziehungen, meist von Stock-Brokern zuerst privat plaziert, dann erst wird die Erlaubnis des Börsenhandels nachgesucht. Das Londoner Börsencommittee fordert aber, da hier die Einreichung eines Emissions-Prospekts gemäß dem Companies Act von 1929 nicht nötig ist, daß die wesentlichen Gründungsbedingungen der Gesellschaft und die Erfordernisse für die Begebung der Stücke, sowie ein kurzer Abriß der Entwicklung des Unternehmens in zwei führenden Londoner Morgen-Zeitungen veröffentlicht wird. Daß die Mehrzahl der englischen Prospekte, die in den Zeitungen veröffentlicht werden, einer solchen Einführung dienen, kann man als ständiger Leser englischer Zeitungen feststellen. Der Kopf solcher Prospekte enthält folgende Wendung [5]): „This notice is not an invitation to the public to subscribe but is issued in compliance wit the Regulations of the Comité of the Stock-Exchange London, for the purpose oft giving information to the public with regard to the Company. The Director collectively and individually accept full respondibility ty for the accuracy of the information given. Application will be made to the Committee of the Stock-Exchange London, for permission to deal in the Oridinary Shares of the Company."

b) Der freihändige Verkauf kann, wie oben erwähnt, auch kontinuierlich erfolgen, dieser ist vorwiegend in Deutschland die für die Kommunalanleihen und Pfandbriefe übliche Emissionsmethode. Banken, die den kontinuierlichen Verkauf durchführen, erhalten von den Pfandbriefinstituten neben der Provision eine sogenannte Bonifikation. Diese wird meist prozentual auf die abgesetzten Stücke gewährt. Die Bonifikation wird für die Kurspflege unabhängig von einer Provision für die Emission gewährt. Wenn wir die einzelnen Absatzstufen, die das Papier

[5]) Adolf Weber „Depositenbanken und Spekulationsbanken", München u. Leipzig, 4. Aufl., 1938, Seite 301.

durchläuft genau untersuchen, so stellen wir fest, daß der Kurs zwischen den einzelnen Absatzstellen der Börsenkurs ist. Sollte sich aber im Laufe der Emission eine Kurssenkung einstellen, so müssen die ausgegebenen Stücke anders als dies beim stoßweis beschleunigten freihändigen Verkauf erforderlich ist, zum festgesetzten Kurs von den Emissionsstellen zurückgenommen werden. Für diese Verpflichtung und für die Tatsache, daß anders als bei Aktienemissionen die Banken nicht am Kursgewinn verdienen können, wird diese Bonifikation gewährt. Wenn die abgesetzten Stücke jedoch vor Ablauf der sogenannten Sperrfrist wieder auf dem Markte erscheinen, so gehen die Banken des Anspruchs auf die Bonifikation verlustig. Die Bonifikation trägt aber indirekt das Publikum und nicht der Emissionsschuldner, da sie mit dessen Erlaubnis nur auf den Emissionskurs aufgeschlagen werden.

Die Gewährung zu hoher Bonifikationen bewirkt zudem, daß oft schlechte Obligationen von seiten der Emissionsstellen dem Anlagepublikum empfohlen werden. Um diese Gefahren einzudämmen, wurde am 15. 4. 28 ein Bonifikations-Abkommen getroffen, das den Normalsatz der Bonifikationen auf $1^1/_2$% und den im allgemeinen Zirkularweg nicht anzubietenden Ausnahmesatz von 2% festsetzt. — Aber auch dieses Abkommen verstand man bereits wieder zu umgehen, indem man die Bezeichnung Unkostenentschädigung, Geschäftslokal, Miete u. dergl. zur Begründung einer Bonifikationsforderung einführte.

Diese Art zu emittieren hat sich sichtlich für den Schuldner sehr vorteilhaft erwiesen, da bei vielen kleinen Anleihen, wie Industrie-, Provinzial- und Stadtanleihen, sie der Subscription vorgezogen wird.

Die Börsenzulassung ist beim kontinuierlich erfolgenden freihändigen Verkauf ebenso wie beim stoßweise durchgeführten nachzusuchen. Die Zulassung an Pfandbriefinstitute, die hauptsächlich in dieser kontinuierlichen Weise emittieren, wurde schon vor 1914 nur bis zum dreifachen Betrag des bisher günstigsten Jahresemissionsbetrages gewährt. Nach dem Krieg suchte man die Zulassung auf Vorrat möglichst ganz zu vermeiden, wenngleich man auch nicht kleinlich geworden ist. Diese Beschränkung gilt aber nur für die Pfandbriefinstitute, nicht etwa auch für Landschaften oder sonstige Emittenten. Die Begrenzung für die Pfandbriefinstitute entspricht wohl dem Bestreben, die Kapazität dieser Institute nicht zu überlasten und dadurch ihre Sicherheit zu gefährden.

Früher war es beinahe ausschließlich üblich den kontinuierlich erfolgenden Absatz nur im Rahmen fester Verbindungen zwischen Hypotheken-Pfandbrief-Instituten und ihren Kunden vorzunehmen, aber diese reichen für den gesteigerten Kapitalbedarf und das dadurch bedingte erhöhte Emissionsbedürfnis bei weitem nicht mehr aus. Heute ist es deshalb bei diesem Emissionsverfahren auch üblich geworden, mit Zirkularen in regel-

mäßigen Zeitabständen bei den vermutlichen Interessenten zu werben.

Für Aktien und die Industrieobligationen eignet sich die Emissionsmethode der Einführung mit kontinuierlichem Verkauf nicht, da hier der Kapitalbedarf kein allmählich anfallender ist, sondern meist spontan auftritt. Andererseits ist für den kontinuierlichen Verkauf auch ein ziemlich gleichbleibender Zustrom Anlage suchenden Kapitals nötig, der von einem Aktien kaufenden mehr spekulativen Publikum nicht zu erwarten ist.

In England, kennt man diese Art der Emission, wie ich sie eben dargestellt habe, kaum. Nur die 1928 geschaffene „Agricultural Mortgage Corporation" emittiert in einer der angeführten Emissionsmethode ähnlichen Weise.

c. Die Emissions-Methode der Landschaften.

Die Landschaften emittieren auch freihändig kontinuierlich. Sie geben aber dabei die Pfandbriefe den Hypothekenschuldnern, meist Kapital suchenden Grundbesitzern, denen sie es überlassen, ob sie die Pfandbriefe ihren Gläubigern, meist Lieferanten, in Zahlung geben oder in anderer Weise veräußern wollen. Diese Emissionsart ist aber nur zweckmäßig bei kleineren einzelnen Kapitalbedürfnissen, wie sie namentlich in der Landwirtschaft vorhanden sind, da eine Weiterbegebung in größerem Umfang durch den Schuldner nicht möglich ist. Auch die Pfandbriefinstitute, deren hauptsächlich angewandte Emissionsart oben bereits besprochen ist, machen zeitweise von letztgenannter Methode Gebrauch, obgleich sie heute durch das bereits oben erwähnte Bonifikations-Abkommen von 1928 (Schmalenbach) allgemein verboten ist.

d. Die Emission unter Hand oder die Placierung.

Diese Emissionsmethode setzt keine Börsenzulassung voraus. Vielmehr sollen die Effekten zunächst ohne Erfüllung der für die Zulassung erforderlichen Bedingungen an den Mann gebracht werden. Sie dient also gerade dazu, um das Zulassungsverfahren, vorerst wenigstens, zu umgehen. Selbst die für die Zulassung zur Notierung in Deutschland erforderlichen Voraussetzungen werden nicht erfüllt. Es wird kein Prospekt veröffentlicht, vielmehr die Werbung durch Schalterbeamte der Banken und mit Hilfe von Zirkularen durchgeführt. Letzteres ist auch in England üblich. Auch durch die Presse erfolgt manchmal eine Empfehlung der zu plazierenden Effekten. In England werden, wie oben bei der Einführung schon erwähnt, die Effekten durch private Beziehungen von Stock-Brokers plaziert. — Andererseits mag bei dieser Art zu emittieren auch oft keine andere Absicht des Emittenten zugrunde liegen als die, bis in die kleinsten Kanäle des Kapitalmarkts vorzudringen und diese für die Emission zu erschließen. Daß diese

Emissionsmethode vor allem heute auch in Deutschland sehr stark vorherrscht, hat seinen Grund in der ziemlich erschwerten Börsenzulassung, und in jüngster Zeit ist ihre weitere Ausbreitung durch die Emissionssperre veranlaßt worden.

Da die Placierung ohne Kontrolle der Börsenzulassungsstelle erfolgt und im Handel mit unnotierten Werten häufig ihre Fortsetzung findet, erleichtert sie namentlich in England, betrügerische Gründungen und Emissionen. Andererseits fallen gerade in England bei der Placierung die bedeutenden Underwriting-Kosten weg. Auch die gesetzlichen Kosten kommen in Wegfall. Wegen der größeren Wirtschaftlichkeit hat die Placierung deshalb auch in England viele Anhänger gefunden. Eindeutig betrügerische Absichten als Motive für eine Placierungsform zu bezeichnen, ist durchaus nicht angängig, denn es ist wohl wesentlich leichter, eine zweifelhafte Emission mit einem stark übertreibenden Prospekt unterzubringen, als sie bei den erfahrenen Anlegern der City zu placieren. Andererseits werden diese die placierten Effekten vielleicht aus spekulativen Gründen erwerben, um sie bald wieder unter der Hand abzustoßen, seien sie nun gut oder schlecht.

Dem Vorteil der größeren Wirtschaftlichkeit aber steht als Nachteil der nur beschränkt ausgedehnte Markt für nicht zugelassene Werte gegenüber. Ein Markt, dessen Kontrolle damit auch nur einer beschränkt großen Zahl von Anlegern überlassen ist. Es kann sich deshalb auf diesem kein tatsächlich auf Angebot und Nachfrage basierter Kurs bilden, wie dies in der Öffentlichkeit der offiziellen Börse für zugelassene Werte der Fall ist. Der Emittent kann seine Monopolstellung die auf der Unkenntnis über die wirkliche Zahl der ihm zur Verfügung stehenden Effekten gegen den Käufer in stärkerem Maße ausnutzen.

Wie sehr in England die private Placierung bevorzugt wird, darüber werde ich erst im Abschnitt über prospektlose Gründungen nähere Angaben machen. Welche Bedeutung sie heute in Deutschland genießt wird aus dem Abschnitt über die deutsche Emissionssperre ersichtlich. —

Eine Möglichkeit die Placierung zurückzudrängen besteht nur in der Beseitigung der Tatsachen, die sie verstärkt auftreten lassen, der Emissionssperre einerseits und der erschwerten Börsenzulassung andererseits. Die Emissionssperre wird voraussichtlich nicht sobald fallen. Die Börsenzulassungsbestimmungen zu erleichtern würde wohl mehr die Zahl der Betrugsfälle vermehren. Vor allem aber würde wohl eine allgemeine Unsicherheit auftreten, da auch der Daueranleger sich nicht mehr durch die Börsenzulassung gesichert sehen würde.

In einer bestimmten Form jedoch ist der Vertrieb von Effekten in Deutschland und neuerdings auch in England (seit 1928) gänzlich verboten, nämlich im Hausierhandel. Während in Deutschland dies Verbot schon bestand, wurde es in England erst durch den sonst abgelehnten Companies Act von 1928 eingeführt. Bis dahin

war diese Emissionsmethode eine Erleichterung für eine sehr große Zahl von Betrugsfällen gewesen, und so ist es auch heute noch in USA, wo ein solches Verbot nicht besteht.

Es ist an dieser Stelle auch darauf hinzuweisen, daß die verschiedenen Emissionsmethoden nicht jeweils nur allein auftreten können, sondern daß etwa der Placierung meist eine Einführung folgt, oder auch der Einführung einer Subscription vorausgegangen ist.

Eine Übersicht über die Möglichkeiten des Auftretens der einzlnen Emissionsmethoden ist uns in dem von Schmalenbach entworfenen Schema gegeben [6]).

Die Vermittlungsstelle emittiert					Die Vermittlungsstelle emittiert nicht selbst, sondern überläßt dies dem Schuldner
Mit Börseneinführung				Ohne Börseneinführung	
Stoßweise beschleunigt			Kontinuirlicher Verkauf		
Subscription		Freihänd. an der Börse (Einführung)			
mit festem Kurs	mit beweglichem Kurs				

3. Der Prospekt.

a) In Deutschland ist ein Prospekt nur vorgeschrieben, wenn eine Börsenzulassung für Effekten gewünscht wird, die keine Staatspapiere sind oder der Garantie des Staates oder einer Behörde entbehren. Auch in England besteht Freiheit von der Zulassungsbestimmung für gewisse Effekten des Staates und der Behörde. In England ist andererseits die Abfassung eines Prospektes nicht unbedingte Voraussetzung für die Zulassung, wie ich bereits oben beim Kapitel „Einführung" kurz erwähnte. Während aber die Entstehung einer A.-G. in Deutschland gänzlich unabhängig von dem Erlaß eines Prospektes ist, wird ein solcher in England von der Registerbehörde eingefordert, ehe diese das Trading Certificate erteilt. Dies gilt für die Successivgründung einer Public Company, während bei der hier sehr seltenen Simultangründung das oben erwähnte „Statement in lieu of Prospectus" tritt.

Die Bedeutung des Prospektes ist in England deshalb so groß, weil er gewissermaßen die Grundlage für eine Beteiligung an einer neu zu errichtenden A.-G. darstellt. Die einzelnen Aktionäre müssen die Verhältnisse der Gesellschaft erst durch den Prospekt erfahren, da die Mitwirkung an der Gründung für sie meist nicht in Betracht kommt. Soll doch durch die Einsichtnahme in den Prospekt für die englischen Anleger die Möglichkeit geschaffen werden die Sicherheit und voraussichtliche Rentabilität ihrer Einlage zu beurteilen. Für den Aktionär besteht zwar theoretisch die Möglichkeit bei dem in ein bis drei Monaten

[6]) E. Schmalenbach „Finanzierung" 1937, S. 346.

nach Geschäftsbeginn stattfindenden Statutory Meeting sich genau zu informieren und seine Meinung zu äußern, da aber dieses Statutory Meeting nur deklaratorische Bedeutung hat, so liegt eigentlich doch das Schwergewicht auf den durch die Ausgabe des Prospektes geschaffenen Informationen.

Der Inhalt des deutschen Prospektes weicht von demjenigen des englischen Prospektes vor allem durch seinen geringeren Umfang ab.

b) Der deutsche Prospekt hat zu enthalten: Den Namen der Gesellschaft, des Gemeinwesens, den für den Ertrag der Emissionen vorgesehenen besonderen Verwendungszweck, den Rechtstitel, auf dem die Berechtigung zur Ausgabe der Wertpapiere begründet ist, den Nennbetrag der zugelassenen Werte, die Merkmale der auszugebenden Stücke, die Bestimmung über Kündbarkeit, Tilgung von etwaigen Anleihen, die Art der Sicherstellung und die Vorzugsrechte der jetzt ausgegebenen Effekten vor früher ausgegebenen oder diesen vor jenen, soweit sie zur Prüfung des Wertes erforderlich sind. Ferner sind in dem Prospekt noch anzugeben: Abzüge oder Beschränkungen bei Zins- oder dergl. Zahlungen, der Zinssatz, Termine, Verjährungen, Fristen und Umrechnungskurs. Weitere besondere, gleichfalls die Eigenart der Gesellschaft kennzeichnende Angaben sind aufzuführen — bei einer A.-G. der Gegenstand des Unternehmens, die Höhe des Grundkapitals und verschiedenes anderes, was noch in den Satzungen der Gesellschaft zu stehen hat (siehe §§ 6 7, 8 des Börsen-Gesetzes). — Bei Unternehmen, die zur A.-G. oder Kommanditgesellschaft a. A. umgewandelt wurden, ist außerdem ein Sperrjahr vorgesehen, nach dessen Ablauf die Aktien erst zugelassen werden dürfen. Die verschiedenen Börsen fordern in Deutschland noch teilweise über die gesetzlichen Mindesterfordernisse hinausgehende Voraussetzungen, die zur Sicherung des Publikums und Erleichterung des Verkehrs dienen sollen. Manche Börsen in Deutschland verlangen etwa auch einen Mindestgesamtnennwert an Stücken von 1 Mill. RM, so Berlin, Frankfurt a./M. und Hamburg. Die übrigen 6 jetzt noch bestehenden Börsen begnügen sich mit RM 500 000.— Mindestnennwert.

Der Prospekt in England, der beim Registerrichter einzureichen ist und nicht nur beim Börsenkomittee, wie in Deutschland, hat folgende Voraussetzung für seinen Inhalt: Das Memorandum als Gründungsurkunde ist ganz aufzunehmen, ferner die Berufe und Adressen der Unterzeichner desselben, die Angabe über die Zahl der Aktien, die ein jeder gezeichnet hat, sowie die möglicherweise ausgegebenen Gründeraktien, Umfang und Art der Vorzugsrechte, die den Gründern zugestanden wurden, der für jeden Direktor gemäß den Statuten bestimmte Aktienbesitz, ferner Namen, Adressen und Gehalt der Direktoren, oder der als Direktoren vorgeschlagenen Personen. Wenn Aktien im Prospekt angeboten werden, so sind genaue Angaben

zu machen über den Minimalbetrag, welcher nach Ansicht der Direktoren bei Ausgabe dieser Aktien eingehen muß, um die für die verschiedenen Zwecke erforderlichen Beträge zu erhalten. — — — —

Kurz, der Prospekt muß ungefähr alles enthalten, was in Deutschland für den Prospektinhalt erforderlich ist, zusätzlich des Inhalts der beim Registergericht in Deutschland einzureichenden Satzungen. (Weitere Erfordernisse des englischen Prospektes zu ersehen aus Fourth Schedule C. A. 1929).

c) Wird an Stelle der in England beinahe ausschließlich üblichen Successivgründung eine Simultangründung vorgenommen, so genügt es, wenn die Gesellschaft dem Registerrichter lediglich eine Aufstellung „Statement in Lieu of Prospektus" einreicht, aus der hervorgeht, daß sämtliche Aktien gezeichnet sind und daß sonst nur noch über die wichtigsten Verträge Angaben zu machen sind (Fifth Schedule C. A. 1929).

d) Vor dem Inkrafttreten des Companies Act von 1929 war es häufig üblich die immerhin beträchtlichen Prospekterfordernisse durch Veröffentlichung eines sogenannten „Offer for Sale" zu umgehen. Ein „Offer for Sale" kommt auf Grund von Verträgen zustande, die zwischen Emissionsschuldnern und Emissionshäusern über die feste oder auch auf Kredit mögliche Übernahme von zu emittierenden Effekten gemacht wurden. Das Emissionshaus braucht nun, da es ja nicht Gründer, sondern nur Weiterveräußerer ist, keinen Prospekt zu veröffentlichen, vielmehr ist die Einladung an das Publikum durch ein „Offer for Sale" ausreichend. Der im „Offer for Sale" enthaltene Bericht der Gesellschaft an das Emissionshaus ist dann nur privat gegeben und schildert naturgemäß die Verhältnisse der Gesellschaft unter einem ganz vortrefflichen Licht. Weder die Gesellschaft noch das Emissionshaus konnte hierbei zur Haftung herangezogen werden, denn erstere hatte selbst die Angaben des „Offer for Sale" nicht gemacht und letztere haftete nicht für die Angaben der Gesellschaft.

Heute ist auf Grund des § 38 des C. A. eine solche Umgehung nicht mehr möglich, da ja jedes zur Werbung ausgegebene Schriftstück und demnach auch jedes „Offer for Sale" als Prospekt behandelt wird, und es somit auch den gleichen strengen Haftungsverhältnissen wie der Prospekt unterliegt, sofern das Emissionshaus die Aktien von der Gesellschaft zum Zwecke des Weiterverkaufs an das Publikum übernommen hat oder die Gesellschaft die Verpflichtung zur Zuteilung erfüllt. Jede Zuteilung, die innerhalb von 6 Monaten nach der Veröffentlichung eines „Offer for Sale" hinsichtlich der gleichen Effektengattung vorgenommen wird, hat volle rechtliche Geltung. Das Gleiche ist der Fall, wenn die Gesellschaft die Gegenleistung für die Effekten zur Zeit der Veröffentlichung des „Offer for Sale" noch nicht bekommen hat.

e) Die Ausgabe eines Prospektes ist gleichfalls nicht erforderlich, wenn, wie oben erwähnt, die Finanzierung privat erfolgt und die Effekten durch persönliche Beziehungen an der Börse plaziert werden sollen. Das Börsenkomitee fordert in diesem Fall die oben schon erwähnte Ersatzveröffentlichung: „This is not an invitation . . . ."

Als private Plazierung ist auch das Anbieten eines Bezugsrechts an die alten Aktionäre mittels eines Zirkulars zu erwähnen. Das Bezugsrecht wird oft zu einem außergewöhnlich hohen Preis in Anschlag gebracht. — Diese Methode ist wohl die für eine erfolgreiche Gesellschaft wirtschaftlichste, denn sie erspart nicht nur den Prospekt und alle sonstigen Kosten hinsichtlich Veröffentlichung, sondern die Gesellschaft macht meistens noch einen ansehnlichen Gewinn dabei.

Wie sehr die prospektlosen Gründungen in der Praxis bevorzugt werden geht aus der Tatsache hervor, daß im Jahre 1919 z. B. in England von 848 gegründeten Public Companies nur 296 einen Prospekt veröffentlicht haben [7]).
Das Börsen-Committee „for general purposes" meint [8]), „daß alle Emissionen mit Ausgabe eines Prospektes oder „Ofer for Sale" durchgeführt werden sollen, außer es scheint vom öffentlichen Standpunkt der Notwendigkeit oder des Vorteils eine private Placierung angezeigt". Trotz dieser Veröffentlichung haben die Placierungen ganz beträchtlich zugenommen. So notierte die Midland Bank im Jahre 1936 240 Placierungen, während es im Jahre 1935 nur 180 waren."

f) Das Fehlen eines Prospektes leistet nicht allein betrügerischen Handlungen Vorschub, auch wenn er vorhanden ist kann sein irreführender Inhalt viele Täuschungen im Publikum verursachen. Vor dem Erlaß des C. A. von 1929 war dies noch öfters der Fall als heute. Die wesentlichen Verschärfungen, die der C. A. von 1929 hier gebracht hat, sind der Schutz verschiedener Bezeichnungen, die im Prospekt gern zur Täuschung verwendet werden, so der Worte: Royal Imperial, Cooperativ und Chartered, sowie Royal Chartered, falls das Handelsamt hierzu nicht ausdrücklich seine Genehmigung gegeben hat. Auch ist es untersagt, sofern es nicht wirklich der Fall ist, irgendwelche Worte und Namen im Prospekt zu gebrauchen, die den Anschein erwecken könnten, daß eine Verbindung der Gesellschaft mit irgendeiner Behörde, einer Stadt oder gar mit einem Mitglied der königlichen Familie bestände. Weiter ist die Bezeichnung „Building Society" geschützt. Auch ist den Firmen, die die Bezeichnung Limited gebrauchen, die Anwendung des Wortes „Chamber of Commerce" verboten, nur wenn Limited wegzulassen gestattet ist, darf „Chamber of Commerce" gebraucht werden.

---

[7]) A. Curti „Die englische Aktiengesellschaft nach neuen Recht" 1929, Seite 6.

[8]) A. T. Grant „A Study of The Capital Market in Post-War Britain", London 1937, S. 163.

Bedauerlicherweise hingegen wurden Bezeichnungen, die auc geeignet sind sowohl die Anleger irrezuführen, als auch das An sehen derjenigen, denen sie wirklich zustehen, zu schädigen, noc nicht gesetzlich geschützt. So ist es auch heute noch möglich Wort wie „Banking" und „Bank" für zweifelhafte Prospekte zu ge brauchen. Dies ist um so bedeutsamer, als doch gerade der Begrif Bank ein äußerst hohes Ansehen in England genießt und infolg der mit ihm verbundenen Vorstellung geradezu die Unklarhei des Prospektes gefördert wird. Auch Worte wie „British" ode „National" genießen leider bislang noch keinen gesetzliche Schutz.

Weitere in neuerer Zeit erst hinzugekommene Erfordernisse die der C. A. über den Prospektinhalt aufgestellt hat, beziehe sich darauf, daß für die einzelnen Aktienklassen die Rechte a Dividenden und Kapital anzugeben sind, weiter, daß ein Be richt über die Gewinne der letzten 3 Geschäftsjahre zu ver öffentlichen ist. Auch der Auditorenbericht, für den Fall, da eine Gesellschaft übernommen werden soll, ist eine neu ein geführte Voraussetzung. Dieser Bericht hat über die Dividende der mindestens 3 letzten Geschäftsjahre der übernommenen Ge sellschaft, sofern diese schon so lange besteht, genaue Aufklärun zu geben.

Bei Verletzung der gesetzlichen Vorschriften hinsichtlich de Prospektinhalts haften alle Personen, die bei Ausgabe de Prospektes beteiligt waren. — In Deutschland haften gleichfall für den Prospektinhalt diejenigen, die den Prospekt erlasse haben, sowie diejenigen, von denen der Erlaß des Prospekte ausgeht, wenn sie die Unrichtigkeit der Angaben gekannt habe oder ohne grobes Verschulden hätten kennen müssen. In bei den Ländern haftet weiter jeder Dritte, von dem der Prospek herrührt oder als herrührend bezeichnet wird. In England is diese Verschärfung erst seit dem C. A. 1929 in Kraft getreten.

Trotz dieser ziemlich ausgedehnten Vorsichtsmaßregeln de neuen C. A. von 1929 wurden noch genügend Wege und Mitte gefunden, um dennoch die Prosepkte für häufig nicht einwand freie Emissionen zu mißbrauchen.

So rechtfertigen die Ergebnisse der neu durch den C. A. ge schaffenen Prospektvorschriften nur zum Teil die in sie gesetzte Erwartungen. Es berichtet der Economist u. a., daß in dem Pro spekt der Gehalt der Direktoren und Managingdirektoren sowi die Banklasten, von den im Prospekt aufgeführten Gewinne nicht abgesetzt waren. Bei den jährlichen Bilanzveröffentlichun gen sei häufig das Gleiche der Fall. Dies kann und soll natür lich häufig zu Irrtümern über die wirkliche Gewinnhöhe führen da außerdem auch nur Durchschnittsgewinne veröffentlicht sind

Der Econ[9]) berichtet, „daß allein von 23 Gesellschaften, di Prospekte in den letzten Jahren veröffentlichten, 8 sich auf di

[9]) Economist Bd. I, 1933, S. 305.

einfachen 3 Jahreszahlen beschränkten, während 15 Prospekte Ergebnisse über längere Zeiträume aufwiesen; 9 wiesen Gewinne vor und 14 nach der belastenden Abwertung aus. 6 machten keine Absetzungen für Anleihezahlungen. Viele schlossen Summen in sich, die durch cryptische Formeln beschrieben waren, und über deren Bedeutung der Zeichner sich nicht klar werden konnte. Z. B. wandten zahlreiche Auditoren etwa eine Formel an wie diese: „Nachdem wir solche Anordnungen trafen, wie sie uns geeignet schienen." Wenn eine solche Formel durch Wirtschaftsprüferfirmen von höchstem Ruf angewandt wird, bedeutet sie, daß sie nichts bemänteln will, was nicht das volle Tageslicht verträgt. Aber in weniger zuverlässigen Händen kann ihre Unbestimmtheit und Biegsamkeit sehr gefährlich sein."

Auch die Kosten sind häufig in den Prospekten nicht nach ihrer Art, wie Underwriting, — Commission und Verkäufer Bezüge ausgewiesen.

Ein Beispiel für derartig mangelnde Genauigkeit der Ausscheidung bringt der Econ [10]) „Eine Gesellschaft namens Wallpapers Consolidated ging daran, sich mit andern Gesellschaften zu verschmelzen und zeigt die Gewinne für die einzelnen Gesellschaften im Prospekt auf. Aber ihre ersten Veröffentlichungen über die Abschlüsse schließen keine vereinigte Gewinn- und Verlustrechnung in sich. In der Folge erschienen die Gewinne und Dividenden der Muttergesellschaft in Höhe von £ 1 918 verglichen mit dem Gesamtertrag von £ 15 139 für das Jahr 1935. — Ein anderer Fall ist der von D.M. Gilbert u. Co., einer Möbelfabrik. Hier erschienen die Gewinne von £ 17 715 unter einer vereinigten Prospektzahl von £ 25 957 sich zu befinden, aber sie schließen keinen Gewinn- und keinen Dividenden-Einzelausweis der Tochtergesellschaft in sich."

Weiter zwar hat der C. A. 1929 bestimmt, daß jede Gesellschaft ihren Aktionären eine Gewinn- und Verlustrechnung vorzulegen hat aber er bestimmt nicht, was im einzelnen unter Gewinn- und Verlust auszuweisen ist. Der Gewinn müßte herausgestellt werden ohne Verfälschung durch aufgenommene Kredite, Schulden und Reserven [11]).

Die Society of Incorporated Accountants and Auditors drängte deshalb darauf, daß eine Verbesserung der Gesetzgebung durch ein Departmental (Abteilungs) Committee erwogen werden solle, die folgende Vorschriften zu enthalten habe: a) Daß die Gewinn- und Verlust-Rechnung den wahren Gewinn-Saldo des Zeitabschnittes zeigen soll. b) Daß Schulden oder Kredite, die abnormal in ihrem Charakter und Reserven von früheren Zeitabschnitten, die nicht länger erforderlich sind, getrennt aufgestellt werden sollen. c) Daß „freie Reserven"

[10]) Economist vom 25. 12. 37., S. 649.
[11]) Economist 1936, Bd. I, S. 655.

aber nicht Reserven gegen Verluste oder Kosten, die noch nich
fest bestimmbar sind, von der Bilanz auszuschließen seien. d
Daß die gesamten Gewinne und Verluste von abhängigen oder
unterabhängigen Gesellschaften (Der Verfertiger des C. A. vor
1929 vergaß zufällig alles über unterabhängige Gesellschaften
in die Abrechnungen der Dachgesellschaft, insoweit als sie nich
in der Gewinn- und Verlustrechnung der Dach-Gesellschaft aus
gewiesen sind, auszuweisen sind" [12]).

Das Gesetz legt ferner nicht fest, was doch sehr wesentlich
erscheint, welcher Zwischenraum zwischen den einzelnen Gewinn
zahlen zu bestehen hat. „Es wäre auch erforderlich", so mein
weiter der Econ. [13]), „daß auch das Interesse der Fachleute
einer Gesellschaft (Ingenieure, Schätzer, Wirtschaftsprüfer usw.)
an einer Kapitalaufnahme der Gesellschaft neben jenem, das
die Direktoren an ihr haben, zu veröffentlichen sei, denn die
berufsmäßigen Dienste ersterer sind ja auch zur Einladung zur
Zeichnung verwendet worden".

In diesem Zusammenhang bemerkt der Econ. [14]) auch, daß zwar
der neue C. A. die Veröffentlichung aller Kontrakte mit der
wesentlichen Zeit und dem Namen der Beteiligten verlangt
mit der wichtigen Ausnahme jedoch „Not being a contract
entered into in the ordinary course of the buisiness carried on
or intended to be carried on by the company (§ 35 C. A. s. 4 th
Sched.)." Gerade im Geschäftsverlauf aber selbst geschlossene
Geschäfte sind oft, wenn es sich um bedeutende Summen oder
sogar um außergewöhnliche Fälle von besonderer Wichtigkeit
handelt, nicht genannt. Es sollte deshalb hier festgelegt werden
daß alle vorhergehenden Geschäfte, die im Geschäftsverlauf
liegen, im Auditorenbericht veröffentlicht werden müssen.

Zu einer Täuschung des Publikums führt auch noch die ver
schleierte und dadurch unrichtige Angabe der Deckung — „cover"
— der Verzinsung in den Prospekten. Man unterscheidet hier
zwei verschiedene Systeme der Rentabilitätsberechnung, die im
Prospekt angewandt werden können. Es handelt sich um die
Verwendung des „Prior Deduction"-System, oder um die des
„Commulative Requirements"-Systems. Beispiel [15]):

Gesamtprofit	£ 120 000	
Debentures (Schuldverschreibungen)	£ 400 000	zu $4^1/_2{}^0/_0$
Preference Shares A)	£ 1 000 000	zu $5^1/_2{}^0/_0$
B)	£ 200 000	zu $5^1/_2{}^0/_0$

1. **Prior Deductions-System**

Annual Amount Required	Amount of Profits Available	No. of Times Covered

[12]) Economist 1935, Bd. IV, S. 664.
[13]) Economist 1936, Bd. I, S. 656.
[14]) Economist 1936, Bd. I, S. 655.
[15]) Economist 1937, Bd. III, S. 86, 10. Juli.

$4^1/_2$% Deb.	18 000			120 000	6,67
5% Pref. A	50 000	(120 000 less	18 000)	102 000	2,04
$5^1/_2$% „ B	11 000	(102 000 less	50 000)	52 000	4,73

2. **Comm. Requi. System**

		Annual Amount Required	Amount of Profits Available	No. of Times Covered
$4^1/_2$% Deb.		18 000	120 000	6,67
5% Pref. A	(18 000 + 50 000)	68 000	120 000	1,76
$5^1/_2$% „ B	(68 000 + 11 000)	79 000	120 000	1,52

Es ist ersichtlich, daß das zweite System die wahren Gewinnverhältnisse des Unternehmens allein richtig darstelle. Bei 1. wäre eine Anlage zu empfehlen, bei 2. nicht mehr.

Zur Irreführung dienen ferner Hervorhebungen durch Druck und Schrift, die Anführung von wesentlichen Verträgen unter Weglassung von wesentlichen Bedingungen. Eine Gesetzesvorschrift wäre hier nötig, die sowohl verhindert, daß auf Grund solcher Prospekte noch gezeichnet wird, wie auch, daß solche Prospekte überhaupt erscheinen. Dies soll nicht der Ausschaltung der Spekulation dienen; der Zeichner soll nur wissen, woran er ist.

Zuletzt ist hier noch zu erwähnen, daß die modernen Prospekte eine Masse von Daten aufweisen, die der Laie kaum recht verstehen kann. Durch eine gewandte Darstellung wird ihm die wirkliche Lage verschleiert. Auch der zu kleine Druck des Prospektes, wobei die weniger wichtigen aber anziehenden Momente, z. B. Namen von Großbanken als Zeichnungsstellen, besonders hervorgehoben und das Restliche, mitunter Wesentliche, in mit freiem Auge kaum lesbare Schrift erscheint, ist eine Möglichkeit zur Tarnung der wahren Verhältnisse.

Ein ganz bedeutender Nachteil für den Zeichner besteht noch darin, daß die Zeit für das öffentliche Auflegen des Prospektes lt. allgemeiner Vereinbarung auf 2 Tage beschränkt ist. Im C. A. von 1929 findet sich nämlich nur in § 35 die Bestimmung: „a reasonable time and place" als Zeit und Ort für die Prospektveröffentlichung. Diese Zeit kann zwar durch dahingehenden Einspruch verlängert werden, was aber wohl selten in der Praxis vom Durchschnittseinleger geschieht.

Dies sind die bedeutendsten heute nach dem C. A. von 1929 noch möglichen Mißstände hinsichtlich des Prospektinhalts. Man kann aber andererseits vom Standpunkt der Gesellschaft aus auch nicht verlangen, daß der Prospekt die gesamten Verhältnisse der Gesellschaft möglichst ungünstig hinstellt, denn der Prospekt ist immerhin mit einem Ladenfenster zu vergleichen.

g) Hinsichtlich der Prospektveröffentlichung in der Presse und der sonstigen Werbung auf Grund des Prospektes sind noch mancherlei verbesserungsbedürftige Zustände im englischen Emissionswesen vorhanden. Der Anleger muß sich in England

von vornherein darüber klar sein, daß er in der Presse nur äußerst selten eine objektive Kritik von Prospekten vorfindet. Auch dann aber muß er meist zwischen den Zeilen zu lesen verstehen, um sich aus den Veröffentlichungen ein Bild machen zu können. Dies hat seinen Grund darin, daß Zeitungen oft unter dem Einfluß von irgendwelchen bei der Emission als führend tätigen Leuten, sei es durch Aktienbesitz oder direkte Bezahlung, stehen. Diese Lage bildet sich unvermeidlich aus der kapitalistischen Organisation der modernen englischen Presse heraus. Auch ein Prospektveröffentlichung in Form einer Anzeige wird natürlich, sofern sie in einer Zeitung, noch dazu in beträchtlichem Umfange, erscheint, die Zeitung in eigenem Interesse veranlassen, sich nicht gegen die Emission irgendwie zu äußern. Vielmehr wird sie ungünstigenfalls eine neutrale Stellung einnehmen.

Wie der Econ.[16]) berichtet, wurde gegen die Veröffentlichung von sogenannten „mala fide" Überzeichnungsmitteilungen in der Presse von seiten der Advertising Accociation entscheidend Stellung genommen, während des Booms von 1928/29 waren Notizen solcher Art bemerkenswerte Faktoren der Marktmanipulationen im Interesse wertloser Aktien. Es wurden hier die Underwriter und Subunderwriter als Zeichner gezählt. Nicht selten erfuhr nachher das Publikum, daß Underwriter, die zu schwach waren, ihren Verpflichtungen nachzukommen, die Behauptung aufgestellt hatten und sie auch durch die Presse veröffentlichten, es sei überzeichnet, um so das Publikum zur Abnahme zu bewegen. Unter den neuen Verordnungen kann nunmehr die Presse nicht mehr nach außen hin das unbescholtene Mittel sein, um den Markt aufzuputzen. Man machte den Vorschlag, daß in Zukunft Zeitungsverleger nicht Veröffentlichungen annehmen sollten, es sei denn daß sie mit gerichtlich bestätigter Erklärung der Advertising Association sowie des Sekretärs der Emissionsabteilung der Börse vorgelegt wurden. Die Erklärung muß unterzeichnet sein durch einen Direktor und den Sekretär der Gesellschaft, die die Emission vornimmt. Es muß der Name des Emissionshauses angegeben werden und festgestellt worden sein ‚daß außer den Zeichnungen von „Insidern" (deren Eigenschaft sorgfältig auseinandergesetzt ist) die Zeichnungen, die man erhielt, auch von Zuteilungen und Übersendungen an die Zeichner begleitet waren. Eine bereitwillige Fehlfeststellung wird die Gefahr der öffentlichen Verurteilung nach sich ziehen. Diese Anordnung trat in Kraft am 30. März 1931, aber das wirkliche Zeugnis ihrer Wirksamkeit die offenkundigen Mißbräuche zu erschüttern, wird erst beim nächsten Boom wirksam werden.

In Deutschland erfolgt auch eine Werbung durch die Presse, sowie eine Prospektveröffentlichung im Anzeigenteil der Tageszeitungen. Früher, in den letzten Jahrzehnten des 19. Jahrhun-

[16]) Economist 1931, Bd. 2, S. 737.

derts und zu Anfang des 20. Jahrhunderts, gab es auch hier mehr Mißstände in dieser Beziehung. Ihre Zahl und ihr Ausmaß erreicht jedoch nicht das Ausmaß der englischen und ging mit Einspielung des deutschen Emissionswesens und Inkrafttreten des Börsengesetzes von 1897 immer mehr zurück. Im deutschen Börsengesetz wurden damals schon Strafen auf Preßmißbräuche zur Kursmanipulation gesetzt (§ 89 des Börsengesetzes). Für die Prospektwahrheit bürgt jedoch am sichersten neben der gesetzlichen Vorschrift der Emissionskredit der deutschen Emissionshäuser — der Banken.

4. Wie aus Schmalenbachs Schema der Emissionsmethoden zu ersehen ist, besteht die Möglichkeit, daß der Schuldner selbst die Emission besorgt oder ein anderer diese für ihn durchführt. Man spricht in dem ersten Fall von Selbstemission, im zweiten von Fremdemission. Die Selbstemission hat natürlich gewisse nicht zu überschätzende Vorteile. Sie ist, wenn sie tatsächlich ohne jede Hilfe, also auch ohne Garantieversicherung, durchgeführt wird, wesentlich billiger als eine Fremdemission. Die Selbstemission aber setzt andererseits voraus, daß der Geldbedarf kein allzu dringender ist und ein Mißerfolg in Kauf genommen werden kann. Auch verlangt die Selbstemission gute Beziehungen und eine wirkungsvolle Absatzorganisation für die Effekten. Sie ist zudem nur in kapitalkräftigen Ländern bei bekannten Unternehmungen und öffentlichen Körperschaften erfolgversprechend. Die Selbstemission ist in England für alle Arten von Unternehmungen die übliche Emissionsmethode. Hier wird sie allerdings meist nur in Verbindung mit Garantieverträgen (Underwriting) angewandt.

a) Da es nämlich, sofern es sich um eine zur Industriefinanzierung vorgenommene Emission handelt, bisher in England nicht üblich war, daß die Emission von einem kapitalkräftigen und absatzfähigen Übernahmekonsortium, das sich aus Banken zusammensetzt wie das in Deutschland der Fall ist, übernommen wird, so ist der Industrielle meist zur Selbstemission bei Unterbringung seiner Effekten im Publikum gezwungen. Um sich dabei gegen ein Fehlschlagen der Emission zu versichern, geht man Garantieverträge ein, denn kaum ein privates Unternehmen könnte einen solchen Mißerfolg ohne ernste und nachhaltige Schädigung auf sich nehmen. Selten nämlich nur gelingt es Stock Brokers, die manchmal auch als technische und juristische Berater bei einer Emission fungieren, dazu zu bewegen, die Effekten nur auf Grund ihrer persönlichen Beziehungen ohne Zuhilfenahme von Underwritern und Subunderwritern unterzubringen.

Das Underwriting-System ist aus der englischen Seeversicherung hervorgegangen. So wird heute noch von der größten speziell zu diesem Zweck geschaffenen Corporation of Lloyds die Seeversicherung als Hauptgeschäft betrachtet, während die Kreditversicherungen an Banken und bei Emissionen nur neben-

herläuft. Die Underwriters sind bei großen Anleihen und Industrieemissionen meist Versicherungsgesellschaften, Investment Trusts, Financial Companies, vermögende einzelne Personen und Merchant Bankers. Letztere traten namentlich bei den früher sehr häufigen, heute aber infolge des Emissionsembargos selten gewordenen Auslandsanleihen als Emissionshäuser und Underwriter auf. Die Investment Trusts gehen Underwritingverpflichtungen meist unter der Erwartung eines besonderen günstigen Übernahmekurses ein. Vor allem Stock Broker treten neuerdings häufig auch als Underwriter auf.

Die Underwritingverträge werden von seiten des Selbstemittenten meist mit einem Underwritingkonsortium geschlossen. Selten nur ist es das Emissionshaus allein, das als Underwriter auftritt. Das Konsortium trägt die Form eines Einzelkonsortiums. — (Siehe auch beim Abschnitt Fremd-Emission über Syndikats-Formen) — Das oder die führenden Häuser innerhalb eines Konsortiums bezeichnet man als Overriders. Die übrigen Konsorten werden Underwriters evtl. Subunderwriters genannt, je nach dem Bestehen einer direkten oder indirekten Verpflichtung dem Schuldner gegenüber. Die Overriders organisieren auch das Zustandekommen und Wirksamwerden des ganzen Konsortiums. Sie erhalten von seiten des Schuldners ihre Underwriting-Commission von beispielsweise 5%. Davon geben sie dann 4% an ihre Underwriters bezw. Subunderwriters weiter, die restlichen 1% behalten sie als Overriding-Commission für sich selbst. Diese Aufteilung wird meist auch, sofern sie von vornherein festgelegt ist, im Prospekt veröffentlicht. Die Underwriting-Commission ist verschieden hoch. Sie richtet sich nach der Höhe des zu übernehmenden Risikos. Bei erstklassigen Effekten, wie Government Securities, ist manchmal die Underwriting-Commission nur 1%, bei weniger guten, Kommunalobligationen beträgt sie 1—2%, und bei den sogenannten spekulativen Werten bis 5%. Höher als 10% darf jedoch gemäß dem C. A. von 1929 die Underwriting-Commission nie sein. — Die Underwriting-Commission in Relation auf die zu übernehmenden Effekten steigt prozentual. So ist beispielsweise eine Kommission von 5% vereinbart. Der vom Underwriter zu übernehmende Betrag, wenn gar nichts abgesetzt würde, sei £ 2000. Der Betrag, der tatsächlich zu übernehmen ist, soll £ 1000 betragen. Der Underwriter erhält nun trotzdem seine Kommission von £ 100. Er hat damit das einzelne Stück, sofern es sich um Pfundstücke handelt zu 18 sh in der Hand. Wäre der Betrag, der zu übernehmen ist, nur £ 500, so bekäme er das Stück zu 16 sh. In Prozenten ausgedrückt erhält er demnach, wenn er nur die Hälfte seiner Quote zu übernehmen hat, 10%, und wenn er nur 1/4 zu übernehmen hat, 20% Kommission, u.s.f.

Die Versicherung des englischen Selbstemittenten erfüllt dann ihren Zweck, wenn er nach Unterbringung seiner Papiere auch

eine Bank findet, die für ihn die weiteren oberen angeführten zu den Erfordernissen einer Emission erforderlichen Aufgaben besorgt. Dies wird ihm meist, wenn alle Effekten untergebracht sind, gelingen. Die Kurspflege seiner Effekten aber wird er meist selbst besorgen müssen, auch wenn er für Prospektbearbeitung und Zinsendienst und die übrige Verwaltung eine Bank findet, die diese Aufgabe übernimmt.

Der wesentliche Gesichtspunkt für die beschränkte Eignung der Versicherung durch Underwriting sind die verhältnismäßig hohen Kosten, die von mittleren und kleineren Unternehmungen, und es sich nur um Emissionen von £ 100 000 bis £ 200 000 handelt, nicht aufgebracht werden können. Die Underwriting-Gebühren wirken nämlich für ein kleines Unternehmen, obgleich sie nur prozentual anfallen, wegen des geringen Umfangs der Emission progressiv. Ein Beispiel für eine sehr hohe Underwriting-Kommission ist die Emission von „John Crowther & Sons Ltd., einer Kleiderfabrik. Bei der Emission von £ 300 000 5%igen Preference Shares mit einem Ausgabekurs von 20/6 per Share im Jahre 1936 wurde eine Underwriting-Kommission von 4½ d und Overriding-Kommission von 1½ d gezahlt. Das sind zusammen 6 d = ca. 5%, die von seiten der Gesellschaft durch die Hände des Erstübernehmers, des British Shareholders Trust, gezahlt wurden.

Eine Underwriting-Commission von 4% ist noch häufiger. So zahlte Austin Veneer & Panel Ltd., eine Furnierholzhandlung und Fabrik, 1936 3% Underwriting + 1% Overriding-Kommission bei einer Emission von 600 000 Shares von 2 sh mit einem Ausgabekurs von 3 sh.

Die Dufay-Chromex Ltd., eine Farbenfilmgesellschaft, bezahlte ebenfalls 1937 bei einer Emission von 180 000 6% Cumm. Participating First Preference Share zu £ 1 das Stück und 360 000 Oridinari Shares von 5 sh eine Underwriting-Kommission von 3% und eine Overriding-Kommission von 1%.

Bei der Emission von 120 000 6%igen Cumm. Preference Shares zu 10 sh at par und 600 000 Oridinary Shares zu 2 sh per Share und Ausgabekurs zu 4 sh per Share, die bei Umwandlung einer Firma für sanitäre maschinelle Anlagen Newman & Wattson in eine Public Company im Jahre 1936 vorgenommen wurde, betrugen die Kosten und Provisionen für letztere allein schätzungsweise £ 18 000. Die Underwriting-Gebühren betrugen hierbei 3 bis 5% des Emissionsbetrages.

„Wie der Boom von 1928 bewiesen hat, ist häufig das Versagen der Underwriters der Anlaß zum Mißlingen einer Emission. Dies war beispielsweise der Fall bei der Yorkshire Artificial Silk Company. Die Underwriting-Company nahm hierbei eine Verpflichtung von £ 292 000 auf sich, besaß aber nur ein Nominalkapital von £ 30 000.—. Als nun der größere Teil der Emission zur Übernahme verblieb, konnte die Underwriting-Company

ihren Vertrag nicht einhalten, sodaß die Yorkshire nicht in der Lage war ihre Emission durchzuführen.

In anderen Fällen, in denen sich die Underwriter ihrer Verpflichtung zur Übernahme durch Abwälzung derselben auf Subunderwriters entzogen, führte dies zu einer Zahl ermüdender gerichtlicher Nachspiele gegen die Subunderwriters [17]).

Es ergibt sich also daraus, daß auch das Underwriting keine vollkommene Sicherung für die Emission darstellt, und die Wahl der Underwriters sorgfältig zu treffen ist. Denn ein Mißlingen einer Emission in einer prekären Situation, wenn etwa einer Gesellschaft Bankkredite gekündigt wurden, wird zu einer Lebensfrage für die Gesellschaft.

b) Da die relativ hohen Underwriting-Kosten, wie aus oben Gesagten ersichtlich, für mittlere und kleine Unternehmungen nicht tragbar sind, werden diese gezwungen ihre Emissionen ohne eine Underwriting-Versicherung durchzuführen. Zu diesem Zweck wendet man sich an die meist berufsmäßigen Gründer, an die sogenannten Promoters [18]).

Die Hilfe eines Promoters erfordert nicht unbedingt die Ausgabe eines Prospektes, da dieser die Werbung meist anderweitig inszeniert. Das erleichtert und verbilligt noch weiter die Emission. Andererseits ist aber die Gefahr für das Anlage suchende Publikum besonders groß, weil ohne einen Prospekt der Behörde die Kontrolle sehr erschwert ist. Der Promoter hatte vor dem Kriege (1914/18) sogar mit Erfolg um die Börsenzulassung, das sogenannte Special Settlement — Festsetzung eines bestimmten Liquidationstages — für das zu emittierende Papier erleichtert nachsuchen können. Bei diesem Special Settlement war im Gegensatz zur allgemeinen Börsenzulassung nicht die Einreichung eines Prospektes erforderlich, sondern nur ein Minimum an Voraussetzungen, die leicht erfüllbar waren.

Die Emission mit Hilfe eines Promoters stellt sich meist folgendermaßen dar: Der Promoter inszeniert mit Hilfe einiger sogenannten Insiders, eingeweihter und beteiligter Helfer, ein „Market Making". Das Market Making besteht darin, daß der Promoter und seine Genossen größere Kaufaufträge in dem einzuführenden Papier rasch nacheinander erteilen. Es werden auch wohl ein paar Scheingeschäfte abgeschlossen in der Hoffnung, daß dadurch die Käuferstimmung in Bälde genügend an-

---

[17]) Economist 1929, 2 I, S. 317.

[18]) Eine der wenigen legalen Definitionen ‚die über das Wort Promoter existieren gibt eine Entscheidung (5 Q. B. D. 109) wieder, die auch Adolf Weber „Depositenbanken und Spekulationsbanken" 1938, 4. Auflage, Seite 298 anführt: Der Ausdruck Promoter ist kein rechtlicher, sondern ein wirtschaftlicher, der in zweckmäßiger Weise mit einem einzigen Wort eine Reihe von geschäftlichen Tätigkeiten kennzeichnet, mit denen die Handelswelt vollkommen vertraut ist und durch die in der Regel eine Company zur Entstehung gelangt.

geregt sein wird. Die Effekten können jetzt, nachdem die Börsenzulassung offiziell nachgesucht wurde, bei der angefachten Käuferstimmung zu meist sogar überhöhten Kursen abgesetzt werden. Nachdem alle Effekten abgestoßen sind, haben die Promoters kein Interesse mehr, da sie ja mit der Kurspflege meist nichts zu tun haben, die Kurse weiterhin zu halten. Ein Verfall der Kurse ist demgemäß die wahrscheinliche Folge. Bei der Entfachung einer solchen Marktstimmung werden die Kurse manchmal vorübergehend so stark emporgetrieben, daß von seiten der Gesellschaft nicht einmal auf das durch den Verkauf der Aktien erzielte Agio zu Gunsten der Promoters, verzichtet werden muß.

Die Promoters erhalten oft als Entlohnung sogenannte Founder Shares die meist den Charakter der oben schon genannten Deferred-Shares tragen und außerdem häufig auch für Underwriting-Dienste gewährt werden. Der Charakter dieser Aktien bringt jedoch immerhin den Vorteil mit sich, daß das Interesse der Gründer in diesem Falle auch nach der Emission an dem gegründeten Unternehmen bestehen bleibt, da erst dann, wenn die auf die anderen Aktien zugesicherte Dividende ausgeschieden wurde, eine Dividendenzahlung auf die Deferred-Shares erfolgt.

Eine andere Art der Unterbringung von Effekten von seiten solcher Gründer, die evtl. mit einem hohen Gründergewinn verbunden sein kann, besteht darin, daß man eine künstlich angefachte Baissespekulation ausnützt. Sobald das neu emittierte Papier an der Börse zugelassen ist, wird ein Gerücht über seine im Verhältnis zu seiner Anfangsnotierung geringe Qualität verbreitet. Gleichzeitig kaufen die Promoters insgeheim den vorhandenen Effektenbestand auf. Es wird darauf plötzlich durch entsprechende Stimmungsmache eine erhöhte Nachfrage und damit plötzliche Kurssteigerung erzielt. Die Baissespekulanten aber müssen nunmehr zur Deckung ihrer Engagements die notwendigen Effekten zu jedem ihnen von den Promoters gesetzten Kurs kaufen.

Bei all diesen Machenschaften kommt es sogar vor, daß die emittierende Gesellschaft am Gewinn der Promoters beteiligt ist. Welcher Emissionskredit für die Gesellschaft sich durch eine solche Gründungsweise hingegen bildet, braucht nicht weiter erwähnt zu werden.

Ein ganz besonderes Mittel, um eine Veröffentlichung und Kontrolle zu umgehen, haben die Promoters neuerdings in London häufig in Anwendung gebracht. Man gründete Holding-Gesellschaften, bei denen es nicht möglich ist den Wert der einzelnen Gesellschaften festzustellen. Wie wenig kontrollierbar solche Dachunternehmungen tatsächlich sind, geht deutlich aus der Äußerung Harry Morgans, des Präsidenten der Society of Incorporated Accountants and Auditors im Februar 1936 hervor: „So

wie die Dinge heute lägen, sei der Bericht der Auditors über die Bilanzen und Konten einer derartigen Holding-Company praktisch wertlos[19]). „Wie bedeutsam derartige Holding--Companies in der englischen Praxis geworden sind", — führt Adolf Weber aus — „zeigt die Tatsache, daß 13 große Aktiengesellschaften, die in der Vorkriegszeit ein Eigenkapital von £ 28 500 hatten damals nur sehr wenige Investments in Subsidiary Companies hatten. 1935/36 war das Kapital dieser Gesellschaften auf £ 75 Mill. gestiegen. Davon lagen 54 Mill. in Subsidiaries-Companies angelegt. Das waren 72% des Aktienkapitals der Muttergesellschaft. Die Direktoren begnügen sich aber in den Berichten zu erklären, daß an dem ausgewiesenen Gesamtgewinn der Holding-Company auch diese Hilfsgesellschaften ihren Anteil gehabt hätten. Wie sich der Gewinn aber ergibt, bleibt schleierhaft, oder anders ausgedrückt: der Gewinn von 3/4 des Aktienkapitals wird eigenmächtig durch die Direktoren bestimmt, ohne daß irgendeine Nachprüfungsmöglichkeit vorhanden ist. Hier hat Anfang 1937 der Londoner Börsenvorstand eingegriffen. Er verlangte, daß Holding-Gesellschaften in Zukunft zum Börsenhandel nur noch zugelassen werden, wenn der Nachweis der Notwendigkeit erbracht ist."

Wie groß die Mißstände sind, die sich durch diese Betrugsmöglichkeiten für das Publikum ergeben, mag aus folgenden Zahlen hervorgehen. Von 128 Gesellschaften, die im Jahre 1928 ins Leben gerufen worden waren, fielen die Kurse bis 1929 ganz rapid ab, wodurch das Publikum den größten Teil seines investierten Kapitals verlor. Die Gesellschaften setzten sich wie der Econ.[20]) ausführt, zusammen aus: 6 Sicherheitsglasfabriken, 9 Cinematograph-Filmherstellungs-, 10 Kunstseide-, 19 zur Erforschung von Patenten, wie automatische Maschinen, phot. Filme etc. -Gesellschaften und 55 aus gemischten spekulativen Handelsgesellschaften, incl. einigen wenigen Minenwerten.

Diese spekulativen Emissionen stellten sich folgendermaßen dar:

	Par Value	Market Valuat. at highest. Pr.	Market Valuat.
Artificial Silk Companies	£ 8 269 250	£ 8 805 933	3 229 585
Film-Companies	1 676 463	1 923 230	651 314
Gramophon-Companies	3 463 000	6 378 479	1 431 547
Patent-Companies	2 543 000	5 108 589	1 182 609
Safety Glass-Companies	868 250	1 102 156	314 100
Miscellaneous-Companies	13 339 208	15 229 789	10 590 383
Total	30 161 171	38 548 196	17 399 536

[19]) Adolf Weber „Depositenbanken und Spekulationsbanken", München u. Leipzig 1938, 4. Auflage, S. 301.
[20]) Economist 1929, II/1, S. 317.

Es zeigt sich aus dieser Statistik, daß der Marktwert aller 1929 an das Publikum ausgegebenen Aktien £ 17 400 Mill. ist gegenüber einem Pari-Wert von 30 Mill. Hierbei verloren also die Anleger zum Pariwert 42,3% und die Anleger zum Spitzenwert 54,86%.

c) Im Gegensatz zu den unreelen Machenschaften der Promoter beteiligen sich auch häufig andere solide Institute wie Brokers und Versicherungsgesellschaften, Investment-Trusts als Helfer bei der Selbstemission — als Gründer und Underwriter.

1. Letztere Institute beabsichtigen durch ihre Beteiligung an der Gründung Effekten billig zu Anlagezwecken zu erhalten. Sie setzen andererseits schon im Interesse der eigenen Sicherheit voraus, daß es sich um marktgängige Effekten handelt. Sie befassen sich daher nicht mit der Übernahme von Effekten kleiner und unbedeutender Unternehmungen, obgleich natürlich die von ihnen zu übernehmenden Posten auch nicht zu groß sein können, da sie auf Anlagemischung bedacht sein müssen.

   Hier sind auch die heute in England sehr um sich greifende Art von Investments-Trusts, die sogenannten Unit-Trusts zu erwähnen. Diese haben sich bereits außerordentlich ausgebreitet. Bereits 1937 vereinigten sie 250 000 Anleger und ein Kapital von 75 Mill. in sich. Ihre Zahl betrug bereits 1937 über 70 [21]).

   Es werden hier von irgend den Anlegern bekannten Unternehmungen Aktien, seltener Obligationen, erworben, und diese, es handelt sich meist um einen Betrag von £ 2000, zu einem Unit zusammengefaßt — jeder Trust enthält normalerweise etwa 500 solcher Units — der Anleger weiß also ganz genau, was er erworben hat, wenn er einen Anteilschein, Subunit, einer solchen Unit erwirbt. Die Spesen des Trust halten sich in Höhe von 5—10% und sind bereits auf jeden Anteilschein einkalkuliert. Anfangs waren die Effekten eines Units starr auf 20 Jahre festgelegt. Man bezeichnete diese Art von Unit-Trusts als Fixed-Trust. Wegen der Veränderungsmöglichkeit, die sich gemäß der tatsächlichen Wirtschaftslage ergeben kann und meist auch ergibt, herrscht heute hingegen der Flexible-Trust, bei dem die in den Units zusammengefaßten Effekten austauschbar sind.

2. Es ist hier noch zu erwähnen, daß auch einige Merchant-Bankers bei Plazierungen und Einführungen von Industriepapieren in der Nachkriegszeit sich besonders hervorgetan haben und, soweit es ihre Kräfte erlaubten, — sie sind ja keine Depositenbanken — der heimischen Industrie ihre Hilfe bei der Gründung nicht versagten.

3. Auch die Londoner Finanzhäuser halfen bei großen Emissionen, namentlich bei solchen, die anläßlich bedeutender Fu-

---

[21]) Adolf Weber „Depositenbanken und Spekulationsbanken", München u. Leipzig 1938, 4. Auflage, S. 326.

sionen und Neugründungen neuer Industriezweige vorgenommen wurden, als Führer von Underwriting - Konsortien mit, den bestehenden Mangel im englischen Finanzierungs-System so gut wie möglich auszugleichen.

5. a) Im Gegensatz zu England herrscht in Deutschland die Fremdemission vor. Fremdemission nenne ich hier nur dann die Tätigkeit von Emissionshäusern, wenn diese die Emission im Sinne der oben als Wesenszüge des Begriffs Emission genannten Verrichtungen wenigstens zum größten Teil durchführen, nicht hingegen wie die eben angeführten Hilfsinstitutionen, wie Promoters, Investments-Trusts, Merchant-Bankers, Finanzhäuser, Versicherungsgesellschaften und dergl. nur Teilverrichtungen als Helfer bei der Emission besorgen.

Es sind bei der Fremdemission folgende Formen möglich:

1. Das Emissionshaus tritt als Geschäftsbesorger auf, wobei es nur Werbungs-, Zeichen-, Vermittler- und Verwaltungsstelle ist. Die Emission erfolgt auf fremden Namen und fremde Rechnung.
2. Es tritt das Emissionshaus als Kommissionär auf. Es handelt dann in festem Auftrag in eigenem Namen und auf Rechnung der emittierenden Gesellschaft. Die zu erfüllenden Funktionen sind dieselben.
3. Das Emissionshaus kann aber auch, und das ist sehr häufig der Fall, als Übernehmer durch Kauf auftreten, wobei es die gesamten oder einen Teil der Effekten zu festem Kurs übernimmt und weiterbegibt. Hierbei fällt dem Emissionshaus naturgemäß das gesamte Risiko zu, das es allerdings durch Konsortialbildung weiterverteilen kann. Das Emissionshaus handelt auch hier in fremdem Namen aber auf eigene Rechnung.
4. Es besteht weiter die Möglichkeit, daß das Emissionshaus auf eigene Rechnung und im eigenen Namen handelt und dem Unternehmen oder der öffentlichen Körperschaft ein Darlehen aus dem Erlös der Emission gewährt. Diese Art von Fremdemission kennt man vorwiegend bei den oben erwähnten Land- und Industrieschaften, indem erstere an Grundbesitzer und letztere an die kleinere und mittlere Industrie Darlehen geben.

b) Die häufigst in Deutschland vorkommende Methode der Fremdemission ist die unter Punkt 3) geschilderte. Das Emissionshaus übernimmt die zu emittierenden Effekten fest im sogenannten Fixkauf, d. h. zu festem Preis. Die zu emittierenden Effekten werden dabei nicht vom Emittenten, sondern vom Kapital suchenden Schuldner unterzeichnet. Emittent im eigentlichen Sinne des Wortes ist das Emissionshaus, jedoch nur dann, wenn es auf eigene Rechnung und nicht auf diejenige des Schuldners handelt. Die Risikoübernahme von seiten des Emissionshauses erstreckt sich in diesem Falle auf die Festsetzung der richtigen Emissionskurshöhe und auf das Risiko hinsichtlich späterer Kursschwankungen, woran der eigentliche Schuldner nunmehr ein

mittelbares Interesse hat, insoweit nämlich er an die Möglichkeit der Durchführung einer späteren Emission denkt. Unmittelbar an der Emission und der Kursbildung ist nur das Emissionshaus beteiligt.

Bei der Durchführung der Fremdemission bedient sich das Emissionshaus häufig der Form von Garantieverträgen unabhängig davon, ob es selbst den Vertrieb allein oder mit andern durchführt. Garantieverträge sind nämlich nicht nur bei Selbstemissionen in England als Underwriting, sondern auch bei der am Kontinent geübten Fremdemission gebräuchlich. Sie können mit einzelnen Garantie-Übernehmern oder mit einem Garantie-Syndikat abgeschlossen sein.

Der Vertrieb durch einzelne Emissionshäuser ist namentlich in Deutschland seltener als die Emission durch Emissions-Syndikate. Die Vergebung der Emission an ein Syndikat erfolgt meist auf dem Submissionsweg. Die Syndikate können sowohl allein Vertriebs- als auch zugleich Garantie-Syndikate sein. Bei letzteren sind nämlich besonders häufig die Leiter des Syndikates auch beim Vertrieb tätig.

1. Die rein technische Einteilung der Syndikatsform, die man hier unterscheidet, ist folgende: 1. Einzeln- und Einheitskonsortien. Erstere beruhen auf eine Reihe von Einzelverträgen des führenden Emissionshauses mit andern Emissionshäusern. Diese Einzelkonsortien eignen sich vorwiegend für Garantieverträge. Das englische Underwriting-Syndikat habe ich oben bereits als Beispiel eines solchen Einzelkonsortiums bezeichnet.

   Das Einheitskonsortium setzt sich aus Mitgliedern mit gleichen Rechten und gleichen Pflichten zusammen. Dessen ungeachtet besteht, namentlich bei größeren Konsortien die Notwendigkeit, daß ein Konsorte, dessen Stellung von vornherein vertraglich festgelegt ist, als führend bei der Verwaltung und den Verhandlungen auftritt. Denn es würde den Erfolg der Emission in jedem Falle in Frage stellen, wenn alle Konsorten ohne Leitung und damit auch ohne gegenseitiges geregeltes Zusammenwirken planlos darauf los emittieren würden.

   Beim Einheitskonsortium unterscheidet man zwischen Innen- und Außenkonsortien.

   Beim ersteren tritt nach außen nur der Führer des Konsortiums in Erscheinung, nur im Innenverhältnis besteht ein Vertrag mit den einzelnen Konsorten hinsichtlich Risiko und Gewinnverteilung.

   Beim Außenkonsortium tritt auch nach außen hin das einzelne Konsortialmitglied in Erscheinung, ist nach außen hin berechtigt und verpflichtet und haftet somit auch nach außen hin.

Der Grad der Beteiligung am Konsortium kann beim Innen- und Außenkonsortium der einer gleichberechtigten Stellung und der einer Unterbeteiligung sein.

In Deutschland erscheinen die Konsortien meist als Einheitskonsortien, wobei sowohl Innen- als Außenkonsortien auftreten. In England hingegen weist das Underwriting-Konsortium die Züge eines Einzelkonsortiums auf, wobei die Unterscheidung zwischen Innen- und Außenkonsortium fortfällt.

2. Die weiterhin mögliche Unterscheidung zwischen Übernahme-, Begebungs- und Garantiekonsortien erscheint für die Unterscheidung zwischen deutschen und englischen Emissionswesen mindestens ebenso bedeutsam zu sein, wie die getroffene Scheidung in Einzel- und Einheits- und Innen- und Außenkonsortien.

Die Übernahmekonsortien übernehmen den Emissionsbetrag ganz oder zum Teil, um ihn zu veräußern. Sie sind meist zugleich Begebungskonsortien, da sie die Effekten nur ganz selten an ein weiteres Begebungskonsortium veräußern, vielmehr diese selbst ans Publikum emittieren. Die innere Zusammensetzung des Konsortiums braucht deshalb keineswegs die gleiche sein beim vorausgehenden Übernahmekonsortium, wie sie es beim Begebungskonsortium sein wird. Häufig, namentlich bei auf Neugründung folgenden Emissionen übernehmen die Konsortien nicht die gesamten Effekten auf einmal, sondern nur einen Teil, und lassen sich für den Rest eine Option, — ein Bezugsrecht, — einräumen, um ihr Risiko zu verringern. Übernahme- und Begebungskonsortien kommen naturgemäß, da hier die Fremdemission vorherrscht, beinahe ausschließlich in Deutschland in Form von Bankenkonsortien vor. In England trifft man Übernahmekonsortien in demselben Maße, wie überhaupt die oben erwähnten Übernahmen zum festen Preis bis zu einem gewissen Prozentsatz an, obgleich damit nicht gesagt sein soll, daß alle Übernahmen nur durch Konsortien und nicht etwa durch Einzelfirmen in England vorgenommen werden.

Die Garantiekonsortien hingegen trifft man in Deutschland seltener und meist nur als Mischformen mit Begebungs- und Übernahmekonsortien. Auch hierbei sind es meist Banken, die diese Mischfunktionen erfüllen. In England ist das reine Garantiekonsortium in Form des Underwriting-Syndikats im Gegensatz zu Deutschland die übliche Syndikat-Form. Es kommen auch hier in beschränktem Maße Mischformen vor, in der Weise, daß der Führer oder die Führer eines Underwriting-Konsortiums als Overriders selbst emittieren und die Subunderwriter ihnen für den Erfolg als Rückversicherung dienen. Ein wesentlicher Unterschied besteht aber noch darin, daß die zu emittierenden Effekten nur im Eigentum der Overrider sich befinden, während beim Übernahme- und Bege-

bungs-Konsortium die Effekten Gesamt- oder Teileigentum der Konsorten werden, wenngleich auch beim deutschen Konsortium nur nach den Anordnungen des Führers emittiert wird. — Das Underwriting-Syndikat als reines Garantie-Konsortium unterscheidet sich von dem Übernahme- und Begebungs-Konsortium auch dadurch, daß bei ersterem an die Overrider und Underwriter eine zwar meist sehr hohe Kommission bezahlt wird, während das Übernahme- und Begebungs-Konsortium mit Gewinn arbeitet, der sich aus der Spanne zwischen Übernahme- und Verkaufspreis ergibt. Diese Spanne wird jedoch nicht unangemessen hoch werden können, da hier durch das infolge der Stellung der Banken gut organisierte Emissionswesen auch eine gewisse Sicherheit gegen einen zu starken Preisdruck auf den Schuldner geboten ist.

In England erhalten nur die größeren und wohlbekannten Unternehmen gute Underwriting-Bedingungen, die mittleren und kleinen, vor allem neuerrichtete hingegen müssen sich, da die Konkurrenz unter den qualifizierten Underwritern, wie Investments-Trust und großen Issuing Houses gering ist von oft zweifelhaften UnderwritingSyndikaten ausbeuten lassen. Der Emissionskredit bildet naturgemäß in England auch keine Grenze für einen zu überhöhten Emissionskurs, sodaß die Gewinnspanne des Übernehmers zum Nachteil der emittierenden Gesellschaft einerseits und der Anleger andererseits sich unzweckmäßig ausdehnen kann.

c) Man darf, da in England die Selbstemission mit Underwriting vorherrscht, aber nicht etwa annehmen, daß abgesehen von Staats- und öffentlichen Körperschafts-Emissionen etwa bei Industrie-Emissionen keine Übernahme der Emission als Ganzes im Fixkauf von seiten der Emissionshäuser, die auch das Underwriting als Overriders, also als führende Häuser organisieren, auftreten. Im Gegenteil, solche Übernahmen sind, wie das aus den Prospekten ersichtlich ist, keine Seltenheit. So übernahm beispielsweise der London Industrial Finance-Trust, London im Jahre 1936 von der Firma Hale &Hale (Tipton) zu einem festen Preis von £ 173 375 190 000 Cumm. Preference Shares zu einem Übernahmepreis von 10 sh bei einem Nennwert von gleichfalls 10 sh und einem Emissionskurs von 10 sh 6 d; ferner übernahm er 190 000 Ordinary Shares zu einem Übernahmepreis von 8 sh 3 d bei einem Nennwert von 5 sh und einem Ausgabekurs von 11 sh per Share. Hierfür verpflichtete sich der Trust eine Overriding-Commission von 1% und eine Underwriting-Commission von 3%, sowie sämtliche andern Kosten, wie Druck, Brokerage und dergl. zu zahlen. Die geschätzten Selbstkosten der Preference Shares waren 10 sh 2 d, und per Ordinary Share 10 sh, sodaß für den Übernehmer ein Nettogewinn von ca. £ 792 bei den Preference-Shares und ein solcher von £ 9500 bei den Ordinary Shares erzielt wurde.

Alexander Wilson & Sons, London übernahm 1936 von der Firma Graven Brothers (Ltd) zu einem festen Preis von £ 453 587 1 Mill. Ordinary-Shares von 5 sh Nennwert bei dem Emissionskurs von 10 sh. Dies entspricht einem Übernahmepreis von 9 sh $^3/_4$ d per Share. Sie erklärten sich hierbei bereit eine Underwriting-Commission von 3% und sämtliche übrigen Kosten zu tragen. Die Selbstkosten werden hierbei für Alexander Wilson & Sons auf £ 490 000 oder 9 sh $9^1/_2$ d per Share geschätzt, sodaß ein Nettogewinn von £ 10 000 verblieb.

Sehr hohe Übernahmekosten ergeben sich auch bei der Emission von £ 330 000 erststelligen Schuldverschreibungen der „The Mitchel Main Collery" durch Erlangers Ltd. Der Übernahmepreis war hier 98% und der Emissionspreis 105%.

Wir zählen etwa 7 Fälle einer Übernahme zum festen Preis bei 75 Prospekten, die im Jahre 1936/37 veröffentlicht wurden. Das entspricht einem ziemlich hohen Prozentsatz für die in England übliche Selbstemission. Man kann daraus ersehen, daß neben der Selbstemission, die in England vorherrscht, auch die Fremdemission mit Fix-Kauf angewandt wird.

Es fragt sich jedoch, wer sind hier die Übernehmer? Sind sie kapitalkräftig genug, um auch in ungünstigen Fällen die Emission erfolgreich durchführen zu können? Zudem ist zu beachten, daß die emittierenden Gesellschaften, von denen hier die Rede war, nur Emissionen vornahmen, die nicht unter £ 100 bis £ 200 000 lagen. Wie aber ist es bei Emissionen von Unternehmungen bestellt, die nur ein geringes Kapitalbedürfnis besitzen da eine große Kapitalaufnahme sogar eine Belastung für sie bedeuten würde? Mit Sicherheit könnte man eine günstige Antwort hinsichtlich einer erfolgreichen Emissionsdurchführung nur dann geben, wenn Depositenbanken, wie dies in Deutschland der Fall ist, mit den ihnen zur Verfügung stehenden Möglichkeiten als Emissionshäuser fungieren würden. So aber ist auch in England die Fremdemission keine einigermaßen sichere Gewährleistung für einen Emissionserfolg.

An dieser Stelle mag auch noch auf den Unterschied in den Gewinnen der Emissionshäuser in beiden Ländern hingewiesen werden, um von dieser Seite her auch noch die höheren Kosten die in England bei einer Neuemission anfallen, zu veranschaulichen. So betrugen nach Adolf Weber[22]) „in einer Zeit von 1906 — 1910, also in einer Zeit sehr lebhafter Neubeschaffung von Effekten die Gewinne der deutschen Banken aus dem Emissionsgeschäft nur 4% Prozent, diejenigen aus dem Konsortialgeschäft nur 11%. Dagegen konnte beispielsweise das Emissionshaus Philipp Hill Partners Ltd., das sich 1936/37 aus einer Privatgesellschaft in eine Public-Company umwandelte, bei einem Aktienbetrag von £ 1,06 Mill. im letztvergangenen Geschäftsjahr einen

[22]) Adolf Weber „Depositenbanken und Spekulationsbanken", München u. Leipzig 1938, 4. Auflage, S. 313.

Bruttogewinn von £ 374 000 erzielen: die Gesellschaft verteilte für 1936 25% Dividende; der Tageskurs stand Mitte Juli 1937 auf 460%." Dieser Vergleich, der auf der Seite der Emissionshäuser einen Gewinn, damit aber auch auf der Seite der Emissionsschuldner Kosten anzeigt, beweist deutlich die im Verhältnis zum deutschen Emissionswesen vergleichsweise hohen Kosten bei der Kapitalaufnahme der Industrie mit Hilfe einer Emission.

IV. 1. Die Emissionspolitik hat schon vor der Emission zu beginnen, denn sie soll dreierlei Zwecke erfüllen: Es sollen alle Effekten einer Emission untergebracht werden; es soll ein möglichst günstiger Kurs erzielt werden, der nicht immer mit einem äußerst hohen Kurs identisch ist, sondern auch drittens eine möglichste Stabilhaltung der Kurse gestattet.

Eine Emissionspolitik erfolgreich gestalten zu können setzt bei einem Emissionshaus die allgemeinen für jede Emission notwendigen Erfordernisse, die schon Courcelle Seneuil aufgestellt hat[1]). voraus:

1. „Das Emissionshaus muß sich eines genügend großen Vertrauens erfreuen, sodaß es nötigenfalls in der Lage und gewillt ist einen erheblichen Teil der emittierten Papiere in seinem Portefeuille anzusammeln bezw. zu behalten, „sans être embarrassée pour faire face aux engagements qui en résultent".
2. Bei früheren Emissionen des Hauses, an die sich das Publikum noch erinnert, darf der Emissionskurs in keinem Mißverhältnis zu dem inneren Wert gestanden haben.
3. Der Markt muß über die nötigen flüssigen Mittel verfügen, um die neuen Effekten aufzunehmen".

Das erste Erfordernis wird in England bei Industrieemissionen nur in seltenen Fällen und dann nur bei großen Emissionen erfüllt. Bei der großen Zahl der übrigen von der Industrie durchgeführten Emissionen stehen keine Institute, wie sie die großen Issuing Houses darstellen, zur Verfügung. Die übrigen Emissionshäuser besitzen nur äußerst selten die nötige Kapitalkraft und den nötigen Emissionskredit, um einen erheblichen Teil der Papiere im Portefeuille anzusammeln und so Emissionspolitik treiben zu können. In Deutschland hingegen ist infolge der Hilfsstellung der Depositenbanken bei der Emission diese erste Voraussetzung gegeben, denn sowohl die Kapitalkraft als auch das Vertrauen des Publikums zum Emissionshaus gestattet hier eine wohlüberlegte und fruchtbare Emissionspolitik.

Auch der zweite Punkt, der Bedingung für die Möglichkeit, eine planmäßige und vorteilhafte Emissionspolitik treiben zu können, ist in England nicht stets erfüllt. Denn man kann doch wohl nicht behaupten, daß bei solchen Praktiken, wie den oben geschil-

---

[1]) Adolf Weber „Depositenbanken und Spekulationsbanken", München u. Leipzig 1938, 4. Auflage, S. 240.

derten Market Making oder bei sonstigen schwindelhaften Gründungen etwa durch Einbringung minderwertiger Sacheinlagen der Wert der emittierten Effekten in einem angemessenen Verhältnis zu dem Emissionskurs stehen konnte. Daß durch derartige Mittel der Emissionskredit, sei es eines Emissionshauses oder eines Selbstemittenten nicht gestärkt wird, also auch keine Grundlage für künftige Emissionen bildet, ist sicher. Eine sinngemäße Emissionspolitik ohne Emissionskredit treiben zu können ist aber auf die Dauer nicht möglich. Anders ist das in Deutschland, wo die Banken im Interesse ihres Emissionskredites, der auch auf ihre gesamte übrige Kreditbeschaffenheit zurückwirkt, nicht überbewertete zu ihrem wahren Wert im Mißverhältnis stehende Werte emittieren werden.

Wenn wir die Bedingung 3) betrachten, die für eine zweckmäßige Emissionspolitik Voraussetzung ist, da sie gleichsam den Boden bildet, auf dem Interventionen eines Emissionshauses erst möglich werden, so ist zuzugeben, daß der englische Markt meist besser wegen der größeren Kapitalkraft des Publikums mit flüssigen Mitteln versehen ist. Der deutsche Emissionsmarkt hat andererseits durch die Heranziehung der Depositenkundschaft der Banken eine viel verzweigtere Ausdehnung. Die Flüssigkeit des Marktes selbst hängt hingegen in beiden Ländern stets vom Stand der Konjunktur ab und ist nicht eindeutig zu bestimmen.

Nach Untersuchung dieser drei Voraussetzungen muß man zu dem Durchschnittsergebnis kommen, daß die in Deutschland herrschenden Emisisonsverhältnisse eine weit wirksamere Emissionspolitik zulassen als die englischen.

2. Wie bereits erwähnt, beginnt die Emissionspolitik bereits vor der Emission selbst mit der Absicht des Emissionshauses in Aktion zu treten.

Die Aufgaben der Emissionspolitik zerfallen im einzelnen in-

a) Die Prüfung der nationalen und internationalen Geld- und Kapitalmarktverhältnisse,

b) die aktive Vorbereitung des Marktes von seiten des Emissionshauses und in

c) die Kurspflege nach erfolgter Emission.

ad) a) Die Prüfung der nationalen und internationalen Marktverhältnisse beginnt mit der Untersuchung der Flüssigkeit des Geldmarktes und der Einwirkungsmöglichkeit auf diesen. Zugleich hat ein Vergleich der Rendite der Effekten auf den in- und ausländischen Märkten mit dem selbst gewünschten Emissionskurs und evtl. Prüfung der Sicherheitsverhältnisse eines ausländischen Emisionschuldners und der politischen Verhältnisse des Schuldnerlandes zu erfolgen.

Die Flüssigkeit des Geldmarktes ist Voraussetzung für eine rasche und erfolgreiche Aufnahme einer Emission. Diese Flüssigkeit kann nach Somary[2]) „außer einer zufällig sich in

[2]) F. Somary, „Bankpolitik", 3. Aufl. 1934, S. 272.

den Tagen der Emission ergebenden Flüssigkeit bewirkt werden durch Abhebung von Guthaben der Kapitalbesitzer von der Bank, durch Verkauf anderer weniger tragender Effekten, oder durch Kauf mit Einschuß, wobei ein Teil des Wertes durch die Bank belehnt wird."

Wie eingangs erwähnt, können gerade in den Tagen der Emission zufällig Gelder flüssig werden. Dies geschieht vorwiegend durch periodisch wiederkehrende Neueinnahmen. Solche Neueinnahmen treten an den Couponzahlungsterminen auf, weshalb diese Zeit besonders für die Vornahme von Emissionen geeignet ist. Die bei dieser Gelegenheit entstehende Flüssigkeit wird natürlich in weit stärkerem Maß zu Gunsten der Emission auswertbar sein, wenn das Emissionshaus eine Bank ist, die auch die Couponzahlungen vornimmt, denn die Gelegenheit liegt hier für den Anleger weit günstiger. Diese Möglichkeit besteht zu Gunsten von Industrieemissionen aber beinahe ausschließlich beim deutschen Emissionssystem. Beim englischen hingegen ist die Möglichkeit des günstigen Zusammenwirkens zwischen periodisch anfallender Kapitalflüssigkeit und Emissionen nur insoweit gegeben, als die Emission von Banken vorgenommen wird, die auch Couponzahlungen ausführen. Dies ist aber bei dem englischen Bankensystem nur äußerst selten der Fall.

Guthaben werden zum Zweck des Effektenankaufs in der Zeit des beginnenden Aufschwungs in der Konjunktur abgehoben. Auch nach Perioden wirtschaftlichen Tiefstandes, besonders dann, wenn neben diesem politische Spannungen vorhanden waren, geht das Publikum daran, seine Depositen zum Effektenkauf zu verwenden. Besonders hier kommt es dem Erfolg einer Emission zu Gute, wenn die Depositenbanken zugleich Emissionsinstitute sind und nicht nur Zeichnungsstelle, wie das meist in England der Fall ist.

Werden Effekten gegen andere weniger gewinnbringende umgetauscht, so wird durch ein Sinken der Kurse auf dem Markt infolge der Flucht in die höhere Rendite [3]) gewährenden Werte Platz für neue Emissionen. Die Aktienemissionen werden naturgemäß durch das Sinken der vergleichsweisen Rendite fest verzinslicher Werte in Zeiten der Konjunktur begünstigt.

Den Kauf mit Einschuß, wobei ein Teil des Wertes von der Bank belehnt wird werde ich unter folgenden Ausführungen über aktive Tätigkeit der Banken bei der Emission im Abschnitt „Reportkredit" besprechen.

Ferner ist der Kurs und die Rendite der zu emittierenden Effekten zu vergleichen mit der Rendite, die sich auf den

[3]) Die Rendite ist das Verhältnis des Nominalzinsfußes von Obligationen oder der an Hand vergangener Dividenden geschätzten Zukunftsdividende von Aktien zum Kurswert. Die Höhe der Rendite wird in Prozenten ausgedrückt.

inländischen und auf den ausländischen Märkten bei Effek
ten gleicher Qualität und gleicher Kurshöhe bietet.

Aus diesem Vergleich der Rendite kann man den Schlu
auf die Aussicht einer Emission ziehen, denn es ist stets do
vergleichsweis höchste Ertrag der Richtpunkt für den Zu
strom freien Kapitals aus In- und Ausland.

Neben der Höhe des Ertrages sind bei internationale
Emissionen noch die politischen Verhältnisse, auch jene i
Zukunft voraussichtlich sich ergebenden, zwischen dem Lan
in dem der Emissionsschuldner ansässig ist, und in dem Lan
in dem die Emission untergebracht werden soll, zu unter
suchen. Beim ausländischen Emissionsschuldner interessiere
das Emissionshaus, das Effekten übernehmen will, um sie z
emittieren, auch noch die innerpolitischen Verhältnisse, un
daraus schließen zu können, ob die Emission voraussichtlic
Aufnahme finden wird. So wird es heute ziemlich schwer sei
die Emission eines französischen Schuldners beispielsweis
auf einem ausländischen Kapitalmarkt, etwa in England ode
USA unterzubringen.

Bei inländischen Emissionen sind im Interesse des Emis
sionskredites des Emissionshauses vor allem die inneren Ver
hältnisse der Unternehmung genau zu prüfen. Dies wird i
Deutschland mit besonderer Sorgfalt von jeder Bank vorge
nommen, was einen wesentlichen Sicherheitsfaktor des deu
schen Emissionswesens bedeutet. In England hingegen küm
mert sich der Emittent, falls er nicht eines der wenigen Emi
sionshäuser von internationalem Ruf ist, selten darum, o
er die Emission verantworten kann, denn sein Emissionskred
steht ja nicht auf dem Spiel.

ad) b) Sind nun die Aussichten einer Emission erforscht, so be
ginnen die aktiven Vorbereitungen durch das Emissionshau
die den gegebenen Verhältnissen sich anzupassen oder au
diese einzuwirken haben. Diese Tätigkeit besteht in

a) der Werbung
b) der Verflüssigung des Geldmarktes
c) der Gestaltung der Emissionszeit und des Emissionskurse
entsprechend den gegebenen Verhältnissen
d) der Ausstattung der emittierten Effekten mit besondere
Vorteilen.

zu a) Auch die Werbung in jeder Art und Form gehört z
den Aufgaben eines Emissionshauses. Besonders die Pro
spektausarbeitung ist bei der Bedeutung des in Englan
gebräuchlichen Prospektes und seiner Ersatzveröffen
lichungen, wie Statement in Lieu of Prospektus und O
fer for Sale, eine wichtige Emissionspflicht. Fungie
aber ein Stock Broker, der an der Börse zugelassen, a
Emittent, so darf er zwar durch seine persönlichen Be
ziehungen die Effekten unterbringen, nicht aber Verö

fentlichungen in der Zeitung oder durch Zirkulare vornehmen.

In Deutschland ist in gleicher Weise die Prospektbearbeitung und Veröffentlichung eine zur Emission gehörige Aufgabe der Banken. Das Verantwortungsbewußtsein ihrem eigenen Emissionskredit gegenüber wird sie jedoch vor unwahren Veröffentlichungen hinsichtlich der Lage einer emittierenden Gesellschaft stets absehen lassen.

zu b) Ferner ist es den Banken aber natürlich nicht auch den anderen Emissionshäusern möglich, durch Reportkredite die Emission zu erleichtern. Der Nachteil solcher mit Hilfe von Reportkrediten untergebrachten Emissionen besteht jedoch darin, daß es sich bei der überwiegenden Zahl der Käufer nicht um Daueranleger, sondern vorwiegend um Spekulanten handelt, die ihre neu erworbenen Papiere bei der nächsten Kurssteigerung weiterverkaufen, um so den Reportkredit ablösen zu können. Ob die Spekulation glückt, ist stes fraglich. Schon wegen der Interventionsmöglichkeit der Banken ist es aber erforderlich, daß ein großer Teil der Effekten fest angelegt wird. Ist dieser Prozentsatz zu klein, so ist die Emission als mißglückt zu betrachten. Die Bank ist wider ihren Willen auf den Effekten sitzen geblieben, denn die sofortige Mobilisierung ihrer Gelder ist nicht mehr möglich. Die den Spekulanten auf die Effekten gegebenen Kredite stellen dann indirekt einen Anlagekredit an den Emissionsschuldner dar. — Früher, vor Erlaß des Börsengesetzes von 1896, war es den Banken möglich dieser letztgenannten Gefahr aus dem Wege zu gehen, indem sie Privatbanken dazwischenschalteten, die an ihre Kunden Kredite zum Ankauf von neu emittierten Effekten gaben. Die Privatbanken selbst beschafften sich das hierzu nötige Geld wiederum durch Belehnung der emittierten Effekten als Reportkredite bei ihren Großbanken. Hatten nun die Banken Geld nötig, so kündigten sie die Reportkredite an die Privatbanken und diese wiederum forderten Rückzahlungen von ihren Kunden. Konnten die Kunden nicht zahlen, so mußten die Kunden entweder ihre Effekten unter Verlust an der Börse losschlagen oder sie blieben bei den dazwischengeschalteten Privatbanken hängen. Die emittierenden Großbanken aber hatten jedenfalls ihr Ziel erreicht.

In England ist es nicht üblich, daß Depositenbanken auf neu emittierte Effekten zur Unterbringung Reportkredite geben. Die daraus entstehenden Gefahren sind deshalb auch hier nicht vorhanden. —

Das Emissionshaus hat auch, sofern es sich um ein Depositenbank handelt, auch die Möglichkeit, ander weitigauf den Geldmarkt einzuwirken. Das sogenannte Einsperren von Geldern bis zur Emission war vor allen früher in dieser Hinsicht sehr gebräuchlich. Die Bank restringiert hierbei äußerst die Hergabe von Report krediten bis der Zeitpunkt der Emission herangekom men ist. Erst jetzt wird sie in ihrer Kreditgewährung zur Freude ihrer Kunden wieder großzügiger, was dies natürlich, vorwiegend jene mit Spekulationsabsichten dazu bewegt, die gegebenen Möglichkeiten schnellsten auszunutzen. Sie stürzen sich deshalb auf die neu zu emittierenden Effekten. Heute ist das Verfahren wohl nicht mehr so aussichtsreich, da auch der Spekulant in der Provinz beim Einsperren der Gelder Reportkredi bei einer anderen Bank erhalten kann.

zu c) Das wichtigste Mittel, um Emissionen erfolgreich zu ge stalten, ist die Anpassung der Emissionszeit an den au Grund der obigen Untersuchungen gefundenen günstig sten Zeitpunkt. Hierbei ist auch zu beachten, daß in de Krise die Ausgabe von Obligationen mehr Erfolg ver spricht, da zu dieser Zeit wenige Leute das größer Risiko eines Aktienkaufs auf sich nehmen wollen. An Ende der Depression und im Aufschwung hingegen wird die Nachfrage nach Aktien wesentlich stärker sein, und eine Emission in Aktien wird deshalb mehr Aussich bieten. Eine Verzinsung für Obligationen müßte, um mit einer Aktienemission k onkurrieren zu können, in Aufschwung so hoch gewählt sein, um einen Emissions erfolg zu versprechen, daß die Belastung für das Un ternehmen kaum tragbar wäre.

Ist es nicht möglich die Emissionszeit entsprechend festzusetzen, so muß der Emissionskurs so gestalte werden, daß durch ihn die Rendite erhöht wird. Be Obligationen ist dies möglich, da eine Unter-Pari-Aus gabe hier stets gestattet war und ist. Die Obligationen ausgabe aber ist wegen der schon erwähnten möglichen weise starken Belastung des Unternehmens durch di stets aufzubringenden Zinsen nicht immer ratsam. Obli gationen können auch nur im Laufe einer schon be stehenden Unternehmung und nicht schon zur Aufbrin gung des Grundkapitals ausgegeben werden. Di Aktienausgabe hingegen läßt in Deutschland im Gegen satz zu England keine Unter-Pari-Emission zu. — Auch in England wurde die Unter-Pari-Emission erst sei dem neuen C. A. von 1929, wie oben bereits erwähnt gestattet. — Eine Kursgestaltung ist also nur innerhalb einer Über-Pari-Ausgabespanne möglich. Über Pari Stand setzt aber meist voraus, daß schon Aktien de

Unternehmens auf dem Markte sind, sodaß auf Grund des Renditenvergleichs oder durch geschätzten höheren Zukunftsertrag überhaupt ein Über-Pari-Stand zustande kommen kann. Bei der Gründung ist also eine Kursgestaltung von Aktien nur möglich, wenn es sich etwa um eine Umwandlung eines lukrativen und aussichtsreichen privaten Unternehmens in eine Privatgesellschaft handelt, sodaß die Aktien der neu gegründeten Gesellschaft schon bei Erscheinen einen Über-Pari-Stand aufweisen.

zu d) Sind die Einwirkungsmöglichkeiten auf den Emissionszeitpunkt und den Emissionskurs nur gering, so bleibt zur Förderung eines Emissionserfolges noch die Ausstattung der zu emittierenden Effekten mit Zusatzleistungen. Als Effekten mit Zusatzleistungen sind vor allem alle Gattungen von Vorzugsaktien zu betrachten, die ich anfangs unter dem Kapitel Effekten schon beschrieben habe.

Ein besonders geeignetes Finanzierungsinstrument ist die seit dem neuen Aktien-Gesetz von 1937 eingeführte stimmrechtlose Vorzugsaktie. Sie bietet nämlich die Möglichkeit die Zeiten aufsteigender Konjunktur auszunutzen, ohne daß dabei die Gesellschaft durch Eingriffsmöglichkeiten in ihre Verwaltung für spätere Zeiten einen Nachteil mit in Kauf nehmen muß.

Die Sondervorteile, die bei Obligationen gewährt werden können, sind weit mannigfaltiger als jene bei Aktien möglichen. Die Unter-Pari-Ausgabe bei Obligationen ist, wie bereits erwähnt, möglich. Ob sie aber immer angebracht ist, ist sehr problematisch, denn sie bildet immer eine ständige Belastung für das Unternehmen, die ohne eine entsprechend hohe tatsächliche Gegenleistung eingegangen wurde. Ein weiterer Sondervorteil, der bei Obligationen gewährt wird, um den Daueranleger anzulocken, ist die hypothekarische Sicherstellung. Allein 56% aller Obligationen waren vor dem Krieg in Deutschland mit hypothekarischer Sicherung ausgestattet. Zu solchen auf Obligationen gewährten Sonderrechten zählen auch noch die Gewinn- und Wandelschuldverschreibungen, die ich an anderer Stelle bereits besprochen habe.

ad) c) Nach erfolgter Emission wird meistens von seiten des Emissionshauses eine Kurspflege der emittierten Papiere notwendig werden. Die Kurspflege kann sowohl gegen ein zu hohes, der Rendite nicht entsprechendes Ansteigen wie auch zu starkes Abfallen der Kurse gerichtet sein. In ersterem Falle ist es erforderlich, daß die Bank über eine angemesene Effektenmenge verfügt, um den Marktkurs herabmindern zu können. Im zweiten Falle hingegen ist der Ankauf von Effekten zur Kursstürzung nötig. In beiden Fällen handelt es sich

zwar meistens nur um einen Spitzenausgleich. Eindeutig ist aber nicht festzustellen, wieweit sich das Emissionshaus dabei engagieren muß. Es ist bei einem Emissionshaus, das sich bei der Kurspflege betätigt, jedenfalls ein höheres Eigenkapital Voraussetzung. Denn Fremdkapital kann nicht wegen der damit verbundenen Gefahr einer längeren Festlegung zur Marktpflege verwendet werden. Dies ist der Grund, warum gerade die deutschen Banken mit ihren, namentlich vor dem Krieg wesentlich höheren Eigenkapital zu diesem Zwecke besser geeignet waren als die englischen Banken, wenngleich sich letztere ohnedies meist von der Emission und besonders von der Kurspflege fernhalten.

Die bei Obligationen erforderliche Kurspflege wird durch Bonifikationen bezahlt, da hier eine über Pari-Ausgabe nicht erwünscht ist, für die bei Aktien durchgeführte Kurspflege hingegen muß sich das Emissionshaus, wozu es auch in der Lage ist, selbst durch Kursgewinne schadlos halten. —

V. 1. a) Aus den dargestellten Einzelheiten über die deutschen und englischen Emissionsmethoden gehen die Nachteile der letzteren klar hervor. Volkswirtschaftlich wirken sich diese Mißstände in einer Verlagerung von Kapital, das der Industrie nach dem deutschen System rascher und vollkommener zugeführt wird, in einer teueren und schwerfälligeren Art der Finanzierung, sowie durch Fehlinvestitionen aus.

Für das schlechte Funktionieren der englischen Industriefinanzierung waren vor dem Weltkriege vor allem die englischen Banken verantwortlich zu machen, da sie sich einerseits schon vor der Emission äußerst zurückhaltend bei ihrer Kreditgewährung benahmen und es andererseits ihren Kunden selbst überließen, sich bei der Anlagefinanzierung mit langfristigem Kapital zu versehen, und, wenn nötig, eine Emission durchzuführen.

An diesem Verhalten der englischen Depositenbanken in der Vorkriegszeit sind teils überlieferte Grundsätze und teils Rückschläge schuld, die die englischen Banken bei ihren Versuchen, liberaler bei ihrer Kreditgewährung gegenüber der Industrie zu sein, erlitten haben. Die Grundsätze der englischen Depositenbanken sind durch die Worte Gilbarts, des Direktors der London- und Westminster-Bank in den 30iger Jahren des 19. Jahrhunderts am besten zum Ausdruck gebracht. Sie entsprechen der Auffassung, die der Engländer vom Wesen einer Bank hat. Gilbart sagt: „Es liefe gesunden Bankgrundsätzen zuwider, wenn eine Bank auf lange, sogenannte Dead Securities", also auf Anlage jeder Art, Fabriken, Kohlengruben, Mühlen und dergl. langfristige Vorschüsse gewähre." „Weiter", so meint Gilbart, „sei es ein Zeichen der Unfähigkeit einer Bankleitung, wenn sie große Beträge ständig, d. h. ohne Umschlag an einen und denselben Debitor ausleihe. Auch sei es nicht Sache der

Banken, ihre Kunden mit Betriebskapital zu versehen, und größere Beträge dürften nur mit der Aussicht auf ständigen Umschlag ausgeliehen werden." Als die englischen Depositenbanken sich gegen diese Grundsätze durch Hingabe von Krediten, die nicht in strengstem Sinne als kurzfristig zu betrachten waren, vergingen, nahmen sie schweren Schaden. Dies erfuhren zuerst die Landbanken in der Provinz, die zu freigebig in der Kreditgewährung gegenüber den örtlichen Industrieunternehmen gewesen waren.

Die Folge war der Zusammenbruch und das allmähliche Verschwinden der Landbanken überhaupt. Als 1862 der neue Gesellschaftsakt die Gründung neuer Unternehmungen in Form der Company Limited by Shares sehr erleichterte, und der Kapitalbedarf für die Entwicklung der Industrie zugleich bedeutend zugenommen hatte, mußten die Londoner Banken gleichfalls die Erfahrung machen, wie gefährlich es ist ohne geeignete Kenntnis und ohne zweckentsprechende Emissionsmaschinerie sich vom allgemeinen Taumel mit fortreißen zu lassen. Sie büßten zwar nicht mit ihrer Existenz, aber mit einer harten Krise. Damit aber nicht genug. Aus dem gleichen Grunde kam es im Jahre 1875 nochmals zu einer solchen Krise. Diese war auch wieder durch Hingabe von an sich kurzfristigen Geldern zu Anlagezwecken an die Eisenindustrie von Süd-Wales erfolgt, da auch hier keine geeignete Möglichkeit vorhanden gewesen war das Risiko auf den Kapitalmarkt wieder abzuwälzen.

Die Enttäuschungen und Rückschläge, die das englische Bankensystem auf Grund des Abgehens von seiner strengen Liquiditätsauffassung erleben mußte, als die englischen Depositenbanken sich in ihrer Kreditgewährung großzügiger zeigten, resultiert einerseits aus einem spekulativen Taumel und andererseits aus ihrer strikten Zurückhaltung und der daraus entstandenen Unfähigkeit gegenüber dem Emissionsgeschäft. Es entspricht nämlich nur dem notwendigen Verlauf des Kredit-Geschäfts der Banken jeden an sich langfristigen Kredit, mag er nun bei der Hingabe bereits als solcher angesehen worden sein oder nicht, nicht zur ständigen Beteiligung werden zu lassen, sondern ihn bei Zeiten auf den Kapitalmarkt abzuwälzen. Dahingehende Erfahrungen mußten in England auch die Provinzbanken machen, bei denen aus kurzfristig hingegebenen Krediten eingefrorene und zur Beteiligung gewordene entstanden sind, da sie nicht von ihren Kunden auf den Kapitalmarkt weitergeleitet werden konnten. So wurden die Kohlenzechen von New Castle eine zeitlang von Banken betrieben. Ebenso war es mit den Baumwollfabriken in der Gegend von Manchester. Inwieweit die Banken durch solche Kreditgeschäfte, bei denen sie zwar A) durch Hingabe von Krediten nicht aber B) durch Hilfe bei der Emission sagen wollten, sich festfuhren, ist nicht mit Sicherheit in seinem ganzen Umfang bekannt, da die Banken im Interesse ihres eigenen Liquiditätsansehens sich hüteten

solche Beteiligungen zu veröffentlichen. Die Notwendigkeit für die Banken folgerichtig zu handeln, faßt Liefmann so zusammen: „Tatsächlich aber ist Finanzierung mit fremden Kapital nur durchführbar in Verbindung mit dem Emissionsgeschäft, denn ohne dieses ist es nicht möglich, das beschaffte Geldkapital wieder den Gläubigern zurückzuerstatten“ [1]).

Die Zurückhaltung der englischen Depositenbanken bei Hingabe von Krediten, deren Eigenschaft von vornherein auf ihre Fristigkeit hin nicht eindeutig zu bestimmen war, — man kann solche Kredite wohl am besten mit vorläufigem Anlagekredit bezeichnen — wurde trotz der oben erwähnten Rückschläge nach dem Krieg 1914/18 wieder ziemlich fallengelassen. Es sind hier jene Kredite gemeint, die nach Voraussicht des Kreditgebers gemäß ihrer Beschaffenheit voraussichtlich langfristig werden müssen. „Hier soll nur die Rede sein von langfristigen Krediten im eigentlichen Sinne des Wortes, d. h. von Krediten, die nach Eigenart des Kreditgeschäftes und den Zwecken, denen sie dienen, von den Kreditnehmern nicht aus laufenden Betriebsmitteln in bestimmter absehbarer Zeit zurückgezahlt werden können, infolgedessen nur Vorläufer einer etwa durch Ausgabe von Aktien und Obligationen zu schaffenden Verbreiterung der Kapitalbasis sind, oder die erst im Laufe von Jahren allmählich nach eigenem Gutdünken des Unternehmers amortisiert werden können, ohne daß dafür von vorneherein bestimmte Quoten festgelegt werden“ [2]). Daß die englischen Depositenbanken im Zug der Ereignisse und durch das Begehren der Industrie nach liberalerer Handlungsweise bei der Kreditgewährung sich zur Hingabe kurzfristiger Kredite bewegen ließen, die eigentlich die Wesensmerkmale der hier definierten langfristigen tragen, geht aus zahlreichen Prospekten und Offer for Sales der englischen Gesellschaften hervor, bei denen Overdrafts — Überziehungskredite — von seiten der Banken gegeben waren, die nur durch eine Emission ablösbar erscheinen.

b) In Deutschland war vor allem infolge der geschichtlichen Entwicklung das ganze Bankensystem, sowohl bei der Hingabe von Betriebskrediten von einer großzügigeren Auffassung durchdrungen, als auch leisteten die deutschen Banken bei der Abwälzung kurz- und langfristiger Kredite durch Emissionen auf dem Kapitalmarkt stets willkommene Hilfe. Es herrscht hier das gemischte Banksystem im Gegensatz zu dem in England herrschenden arbeitsteiligen. Als Deutschland deshalb durch den Krieg und die darauf folgende Inflation, sowie die zu leistenden Reparationszahlungen kapitalarm geworden war, als Neuanlagen errichtet und Betriebkredite bereitgestellt werden mußten, um die Industrie im In- und Ausland wieder konkurrenzfähig zu machen, waren die deutschen Banken hierbei nicht

[1]) Liefmann, Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften“, S. 657.
[2]) Adolf Weber „Depositenbanken und Spekulationsbanken“, München u. Leipzig 1938, 4. Auflage, S. 220.

wegzudenkende Helfer. Wie stark tatsächlich die Hilfeleistungen der deutschen Banken ins Gewicht fallen, mag aus der Äußerung eines wohlbekannten britischen Industriellen ersehen werden, der sich dahin äußerte, daß eine Reorganisation der deutschen Industrie von der katastrophalen Depression 1925/26 unmöglich gewesen wäre, wenn keine Zusammenarbeit zwischen Banken und Industrie bestanden hätte [3]).

2. a) In England mußte sich hingegen anders als in Deutschland eine Änderung des Verhältnisses der Banken zur Industrie, wie es vor dem Kriege bestanden hat, in der Richtung zum gemischten System hin ergeben. Die Beweggründe, die diese Änderung herbeiführten, sind zu sehen in der Schwächung der Kapitalkraft des Landes durch den Krieg und die nach dem Kriege vorgefundene verschlechterte Handels- und Export-Situation, die neues Kapital nicht mehr so schnell sammeln ließ, wie das früher möglich war. Die Verminderung des Exportes war speziell in England neben Verlagerung der allgemeinen Exportaussichten bedingt durch die zu hohe Stabilisierung des Pfundes und die hierdurch entstandenen zu hohen Kosten. — Um aber den Export wieder konkurrenzfähig zu gestalten, war auch trotz Abwertung des Pfundes eine Umstellung der Produktionsanlagen unbedingt erforderlich, da aus Rohstoffländern wenigstens zum großen Teil sich selbst versorgende mit neuen Produktions-Methoden arbeitende Industrieländer geworden, und die Vorkriegsproduktionsmethoden Englands veraltert waren. Die Exportschwierigkeiten andererseits hatten Beschäftigungslosigkeit mit den daraus entstehenden erhöhten Soziallasten im Gefolge. Daß die geschwächte Kapitalkraft des Landes aber nicht mehr dazu fähig war, die Industrie durch Selbstfinanzierung neu aufzurichten, war bei der veränderten Sachlage klar. Eine Neuerrichtung von Industrieanlagen und Versehen dieser Neuanlagen mit Betriebskapital wurde für die britische Volkswirtschaft zur Lebensfrage, denn nur durch neue Anlagen konnte das wieder aufgeholt werden, was man versäumt hatte.

Zu dieser Umstellung aber gehörte Kapital, das bei den althergebrachten Verhältnissen zwischen Bank und Industrie nicht rasch und umfangreich genug bereitgestellt werden konnte. Man verlangte deshalb mit Recht von seiten der Industrie dringendst nach einer Änderung des Verhältnisses der Banken. Dies führte auch tatsächlich zu einer veränderten Stellungnahme der englischen Depositenbanken.

b) Wie sich aus verschiedenen Prospekten ergibt, ist nämlich eine Zunahme der Bankvorschüsse allgemein bemerkbar geworden. Beispiele:

1. Austin Veneer & Panel Comp. Ltd., eine Möbel und Furnierholzfabrik, hatte gemäß ihrer Bilanz vom 30. November 1936, also vor ihrer Umwandlung in eine Public.-Comp. einen Bank-Overdraft von £ 15 695 bei sonstigen Kreditoren in Höhe von

[3]) Economist 1930, I 1, S. 449.

£ 28 211 und Gesamtaktiven von £ 101 520 erhalten. Es fand dann eine Umwandlung in eine Public-Comp. statt mit Ausgabe von 600 000 Ordinary Shares von 2 sh und einem Emissionskurs von 3 sh, womit u. a. die Bank-Verbindlichkeiten zu zahlen waren.

2. Ambroe Wilson Ltd., ein Warenhaus mit Abzahlungsmöglichkeiten, wurde gleichfalls am 24. 5. 37 in eine Public-Comp. umgewandelt, um einen Bank-Overdraft in Höhe von £ 20 207 gesichert durch Garantie der leitenden Direktoren und Hinterlegung von Sicherheiten mit Hilfe der aus der Emission von £ 20 207 Preference Shares erhaltenen Gelder zu bezahlen, wobei gemäß einer Bilanz vom 15. 2. 37 neben diesem erwähnten Overdraft noch sonstige Kredite von £ 36 456 bei Gesamtaktiven von £ 327 664 bestanden. Von den Gesamtaktiven aber waren allein £ 144 641 unbezahlte Rechnungen der Kunden.
3. Fison, Packard & Prentice Ltd., eine Chem. Fabrik, hatte einen Bankkredit von £ 87 529 erhalten bei sonstigen Kreditoren von £ 131 083 und einem eingezahlten Kapital von £ 242 360. Um diese Kredite abzudecken, wurde eine Emission von £ 500 000 Second Cumm. Pref. Shares vorgenommen.
4. Jays & Campbells (Holdings) Ltd., eine Holdingsgesellschaft für den Erwerb von Aktienkapital von einzelnen Handelsgesellschaften, umfaßte 6 Gesellschaften für den Verkauf von Haushaltsartikeln. Die einzelnen Gesellschaften, aus denen die Holdingsgesellschaft hervorging, hatten gemäß einer Bilanz vom 26. 1. 37 bei Aktiven von £ 2 267 684 einen Bank-Overdraft von £ 302 809, zu dessen Abdeckung, außer zu anderen Zwecken, die, als Public-Comp. am 29. 1. 37 errichtete, Holdinggesellschaft £ 1 750 000 Vorzugsaktien emittierte.

Weitere noch bessere Beispiele für solch hohe Overdrafts auf Grund oft recht zweifelhafter Sicherungen finden sich bei Adolf Weber [4]). Besonders hebt Adolf Weber hierbei das Beispiel eines Overdrafts von seiten der Barclays Bank Ltd., einer der Big Fife, an ein Abzahlungsgeschäft für Haushaltungsgegenstände Assurance Financ Trust Ltd. in Höhe von £ 41 595 — (secured by a debenture carrying a charge upon the assets of the company) — hervor, der bei einem eingezahlten Kapital von £ 25 000 und sonstigen Kreditoren von £ 10 980 gegeben worden war, wobei aber die Aktiven dieser Gesellschaft auch vorwiegend aus von Kunden unbezahlten Rechnungen in Höhe von £ 76 857 bei Gesamtaktiven von £ 79 236 bestanden. Besonders ist hierbei noch darauf hinzuweisen, daß die Firma die an Kunden gewährte Kredite innerhalb 2½ Jahren ungefähr verzehnfachte (ult. 1933: £ 21 880; 31. 10. 36 £ 212372).

Für die Beschaffenheit dieser Kredite, die hier gewährt wurden, ist vor allem die Art der Sicherheit maßgebend, die ihnen

[4]) Adolf Weber „Depositenbanken und Spekulationsbanken", München u. Leipzig 1938, 4. Auflage, S. 220.

durch die Qualität der Aktiven der Unternehmungen geboten waren.

Die Bewegung, die dabei zum Ausdruck kommt, wird auch in einem Steigen der Advances der Clearing Banken um £ 80 Mill. gegenüber Dezember 1935 auf £ 885 Mill. im Dezember 1936 sichtbar [5]).

Aus der folgenden Bilanz von zwei dieser Institute erkennt man gleichfalls deutlich die bestehende Tendenz zur Steigerung der Advances.

District Bank

	Dec. 31. 1935	Dec. 31. 1934
Liabilities	£	£
Capital and reserve	5,952,856	4,212,000
Deposits	72,984,452	52,888,705
Acceptances, endorsements & Assets	6,194,214	5,376,865
Cash	7,915,761	7,605,510
Balances with, and cheques in course of collection on, other banks	2,678,678	—
Money at call	4,728,285	4,408,730
Bills of exchange (including Treasury Bills)	8,113,319 *)	6,838,462
Investments	29,417,700	21,266,106
Advances	24,963,760	16,463,613
Bank property	1,564,972	941,956
Balance-sheet total	85,576,689	62,901,645

*) Included Treasury Bonds maturing within three months

National Bank

	December 31		
	1935	1936	1937
	£	£	£
Note circulation	1,276,205	1,290,494	1,257,297
Deposits	37,225,166	37,575,720	38,537,291
Acceptances	106,302	80,970	136,528
Cash	4,641,879	4,192,239	4,220,506
Money at call & short notice	3,158,601	3,494,267	3,321,267
Govt. securities	14,563,200	15,345,043	16,092,133
Other investments	1,318,919	1,346,621	1,369,563
Advances	15,186,137	14,747,625	14,729,747
Bills discounted	1,629,377	1,698,494	1,781,466
Balance — sheet total	41,343,983	41,663,128	42,624,925

[5]) „The Times" (Annual and Commercial Review) 9. 2. 37, S. V.

Vergleichen wir nun die Zahlen, die uns der Mac Millan B
richt hinsichtlich der Zunahme der Höhe von Überziehungskr
diten und fest gewährten Darlehen in den Jahren 1929/30 gegeb
hat, mit denen die von den Clearing-Banken hinsichtlich d
gleichen Gegenstandes im Jahre 1936 veröffentlicht wurden,
kommen wir zu dem gleichen Ergebnis wie bei den oben ang
führten Beispielen.

	1929/30	31. 10. 36
	£	£
1. Textilindustrie	81,632,371	39,929,997
2. Schwerindustrie einschl. Schiffbau	62.962.675	40.681,469
3. Ackerbau und Fischerei	68,630,471	57.657,404
4. Bergbau	30.003,440	18,091,024
5. Nahrungsmittel, Getreide, Tabak	65.177,889	29.403.405
6. Leder, Gummi u. Chemie	21,969,950	12,593,550
7. Schiffahrt, Transport einschl. Eisenbahn	25,176,565	23,167,305
8. Baugewerbe	47,824,549	61,547,687
9. a) Handel versch. Art b) Einzelhandel	146.496,288	67,367,142 60.060,190
10. Gemeindeverwaltungen und Kollektivbedarf (ausschl. Eisenbahn)	52,384.672	50,397,982
11. Vergnügungseinrichtungen, Klubs, Kirchen und Wohlfahrtseinrichtungen	26,502,720	40,459,790
12. Finanz-Einrichtungen einschl. Bank und Baugenossenschaften	142.547.506	109.554,025
13. Sonstige Ausleihungen	218,402,248	258,542,153
Zusammen:	987,711,344	869,453,122

Im gleichen Sinne sprach sich Reginald Mac Kenna, d
Chairman der Midland Bank, aus: „1937 haben sich die Vo
schüsse der Banken um £ 19 Mill. gegenüber dem Vorjahr g
hoben. Dies zeigt ein schnelleres Wachsen als 1936. Ungefä
die Hälfte wurde durch erhöhte Depositen gedeckt, für d
Rest wurden zur Deckung Investments verkauft, die infol
keiner anderen Anlagemöglichkeit unseres Kapitals auße
ordentlich gewachsen waren. . . . Im Zusammenhang hierm
möchte ich erwähnen, daß die Höchstzahl, die erreicht wurd
im Jahre 1929 £ 224 Mill. betrug." . . .[6])

c) Wenn wir nun einen Vergleich der von allen an der Berlin
Börse notierten deutschen Industrieunternehmungen in Anspru
genommenen langfristigen Bankkredite in den Jahren 1936/
(Salings „Berliner Börse") mit den obigen aus dem Prospe
erhaltenen Zahlen anstellen, so zeigt sich deutlich, daß ein w
sentlicher Unterschied in der Einstellung hinsichtlich der lan

[6]) Economist, 29. 1. 38, S. 256.

Firma	Aktien Kapital Mill. Mk.	Reserven (ohne Rück-stellung) Mill. Mk.	Dividenden in den Jahren 1933—1936 %	Bankver-bindlichkeiten Mill. Mk.
Allg. Bauges. Lenz & Co. Kol. Ges.)	6	0,09	0,0,5½, 6½	2,01
Allg. Elektr. Ges.	120	6,1	0,0,0,0,	15,5 + 7,5*)
Masch. Fbr. Augsburg-Nürnberg	20	2,2	0,0,4,4	7,5
Basalt A.-G.	20	—	0,0,0,0,	8,6
Bayer. Spiegelglas Fbr.	1,6	0,16	0,0,0,0,	0,6
Berl. Holzkontor	2	0,35	4,6,6,6	0,5
Boswau u. Knauer	3,5	0,35	0,0,6,6	1,1
A.-G. f. Kartonnagenindustrie	2,65	0,25	0,0,4,6	0,86
Chem. Frb. Buckau	8,5	0,85	4,5,5,5	2,28
Deutsche Kontinent.-Gasges.	75	17,5	7,4,1**),5	15,3
Didier Werke	9,7	2,3	0,0,0,0,	8,3
Dresden-Leipziger Schnellpressen-Fabrik	1,6	0,16	0,2,½,4,0	0,56
Kammgarnspinnerei Ddf.	3	—	0,0,0,0,	1,5
Erdmannsdorfer A.G. f. Flachgarnmaschinen, Spinnerei u. Weberei	1,5	0,15	4,6,6,6	0,26

*) gegen ausländische Banken unter Stillhalteabkommen fallend.
**) 1. 1. bis 31. 3.

Firma	Aktien Kapital Mill. Mk.	Reserven (ohne Rück-stellung) Mill. Mk.	Dividenden in den letzten 4 Jahren ·/· %	Bankver-bindlichkeiten Mill. Mk.
Waggon- u. Masch-Frb. A.-G. Görlitz	4,5	0,2	0,0,3,6	1,5
Holsten-Brauerei	10	1,3	4½,5,5,5	2,4
Hüttenwerke C. Wilh. Kayser & Co.	4,2	0,38	0,0,0,4	1,3
Immob. Ges. München-Berl.	13	—	0,0,0,0,	4,7
Gebr. Junghans	11,4	1	0,0,0,4	3,1
Porzellanfbr. Kahla	5,4	0,4	0,0,3,6	1,2
Mansfeld A.G. f. Bergbau- u. Hüttenbetrieb	18,3	1,08	3,5,6½, 7	9,4
Mech. Weberei A.G. Zittau	2,9	—	0,0,0,0,	1,5
Natron-Zellstoff- u. Papier-fabriken	4,3	0,43	0,4,4,5	2,4
„Nordsee" Dt. Hochsee-Fischerei	18	1,4	0,0,0,5	5,1
Orenstein & Koppel	17,5	1,7	0,0,0,0,	3,8
Waggonfbr. Rathgeber	2,1	0,21	0,0,0,0	0,45
Hugo Schneider A.-G.	4,2	0,42	0,4,6,8	2,3
Franz Seiffert & Co.	1,3	0,12	0,0,0,0	0,5
Tuchfbr. Aachen, vorm. Süßkind & Sternau	1,5	0,25	5,7,7,0	0,46
Veltag, Ofen u. Keramik	1,5	0,1	0,4,6,0	0,6
Westdt. Kaufhof A.G.	30	1,3	0,0,0,0,	11,9

fristigen Kreditgewährung zwischen deutschen und englischen Banken in der Tat nicht mehr besteht. Der Durchschnitt der Bankverbindlichkeiten ist auf folgender Tabelle absolut oder relativ mehr als 25%, was ungefähr dem Durchschnitt der englischen Bankkredite entsprechen wird, wenn man dabei in Rechnung zieht, daß es sich andererseits nur um englische Gesellschaften handelt, die in den letzten 2—3 Jahren einen Prospekt veröffentlichten.

Adolf Weber [7]) zieht aus dem hier dargestellten Zunehmen der Bankkredite folgende Schlüsse:

1. Die englischen Depositenbanken sind in der Gewährung von tatsächlichen langfristigen Krediten kaum zurückhaltender als die deutschen Banken.
2. Wie die deutschen Banken sind auch die englischen Banken offenbar bemüht, Kredite, die sich für eine Depositenbank für die Dauer nicht eignen, „auf den nächsten Mann", auf den offenen Kapitalmarkt abzuschieben. Sie können das aber nicht im eigenen Namen, sondern brauchen dazu irgendwelche Hilfe, die zu suchen sie den Kunden überlassen. Es sind Organisationen und Firmen verschiedener Art und sehr verschiedener Qualität, die dann einspringen, auf die aber die Depositenbank, die vordem die Kredite gewährte, meist keinerlei Einfluß auszuüben vermag.
3. Die so in Anspruch genommenen Institute lassen sich nicht nur ihren Dienst unmittelbar höher bezahlen, sie zwingen auch häufiger als in Deutschland die alten Privatunternehmen und die alten Aktionäre bei der Umwandlung oder bei der Kapitalerhöhung außerordentliche Opfer zu bringen in Form von Vorzugsaktien und dergl.
4. Die englischen Banken schieben die volkswirtschaftliche Verantwortung für die von ihnen gewährten Kredite ab, wenn das Tragen der Verantwortung besonders wichtig wird. Die deutschen Banken sind bereit diese Verantwortung selbst zu tragen. Sie verwandeln zwar formell kurzfristige Bankkredite in Obligationen und Aktien, aber sie stehen mit ihrem eigenen Emissionskredit für die Qualität der Aktien ein."

3. Die Hilfe der englischen Banken geht zwar, wie wir sahen, neuerdings bis zur Durchführung der Emission, aber vor dieser selbst macht sie Halt. Die mit diesem Verhalten verbundene Benachteiligung der englischen Industrie wurde in England schon am Ende des Krieges erkannt. Das Vassar Smith Commmittee 1917 veröffentlichte „Die Kapitalversorgung eines Landes zur Wiederaufrichtung von Handel und Industrie hängt in weitem Maße von den Gründerunternehmungen ab, und Unternehmungen, die dem Publikum öffentlich zur Zeichnung neue Emissionen von Kapital anbieten, Kapital, das erforderlich ist für Handel- und Industrie

[7]) Adolf Weber „Depositenbanken und Spekulationsbanken", München u. Leipzig 1938, 4. Auflage, S. 290.

unternehmungen. Die deutschen Großbanken übernahmen einen großen Teil derartigen Geschäftes. Sie waren bereit mit Hand anzulegen bei der Gründung irgendeines Industrieunternehmens und es am Anfang seiner Laufbahn mit Kapital zu versorgen, und zuletzt, wenn sich das Unternehmen erfolgreich erwies, auch die Emission an das Publikum durchzuführen." . . . Die großen Vorteile dieses Systems bestehen darin, daß 1.) ein Kanal für den Kapitalstrom geschaffen wird, und 2.) daß der Kunde der Bank in der Lage ist durch die Zweigstelle seiner eigenen Bank ein Urteil über ein Unternehmen zu erhalten. . . ." [8]).

Die Hilfe der deutschen Banken bei der Finanzierung über den Kapitalmarkt zeigt 3 Stufen: a) sie fungieren als Gründer von neuen Unternehmungen, indem sie einen Teil der Aktien bei der Gründung übernehmen und b) führen weiter im Laufe ihres Kreditgeschäftes mit einem Unternehmen — dessen „Kernpunkt", wie Jeidels sich ausdrückt, das Kontokorrentgeschäft bildet, — Emissionen durch, um meist dann noch c) in eigenem Interesse eine Kontrolle über die Gesellschaft, möglicherweise auch einen Einfluß auf diese durch Teilnahme am Aufsichtsrat auszuüben.

Es ist aber entsprechend ihrer Eigenschaft als Spekulationsbanken keineswegs ihr Ziel, die bei der Gründung übernommenen Effekten etwa ständig im Portefeuille zu behalten. Vielmehr werden die Banken danach trachten, die Effekten in ihrem eigensten Interesse, sobald die Marktlage günstig ist, auf den Kapitalmarkt abzustoßen. Die deutschen Depositenbanken wünschen ja schließlich nicht durch ständige Beteiligung die Eigenschaften von Finanzierungs- und Effektenübernahmegesellschaften zu erfüllen. Wenn sie trotzdem einen Teil der Effekten, die sie bei der Gründung übernehmen, länger im Portefeuille behalten, so kann es sich sowohl um die Absicht einer Einflußnahme oder auch um Ausübung einer Kontrollffunktion handeln. Die Gründe für die erstere können sowohl in der Absicht späterer Konzernbildung und Fusion liegen, als auch in der mißbräuchlichen Ausübung eines Zwanges auf die Gesellschaft etwa den Einkauf bei bestimmten Unternehmungen, die die Bank zu protegieren wünscht, zu tätigen.

Handelt es sich hingegen lediglich um die Ausübung von Kontrollfunktionen bei der Aufsichtsratsteilnahme, so ist diese völlig berechtigt, denn der Emissionskredit der Bank steht auf dem Spiel, wenn die Gesellschaft sich nicht entsprechend bewährt. Daß bei der Gründung einer Gesellschaft eine Depositenbank eine bessere Hilfe darstellt, als es bei einem in England etwa nur zu diesem Zweck zusammengerufenen Emissions-Syndikat aus Promotors der Fall ist, ist sicher. In der Praxis sind bei fast allen großen Neugründungen der deutschen Industrie, namentlich der elektrotechnischen und chemischen Industrie, Banken als Gründer tätig gewesen. Wenn die englische Kritik den deutschen Banken hier den Vorwurf macht, daß sie die Gründung von neuen Unternehmungen der gleichen

[8]) „Report of the Committee on Financial Facilities", 1917, Absch. 39.

Branchen durch Verweigerung von Hilfeleistung unterdrücken würde, um ihre Beteiligung nicht selbst zu schädigen, so ist zu sagen, daß gerade aus diesen und aus den oben angeführten Gründen eine ständige hohe Beteiligung für die deutschen Banken nicht in Frage kommt. Denn bei der auch unter den Banken vorhandenen Konkurrenz würde der neue Unternehmer oder Erfinder wohl bei einer andern in- oder ausländischen Bank sich Hilfe holen können.

Zur Ablösung eines Kontokorrentkredites, besonders dann, wenn es zu Anlage-Zwecken verwendet wurde, dient stets die Emission. Daß bei solchen Kontokorrentkrediten, wegen des doch ziemlich hohen Risikos neben einzelnen Banken Banksyndikate zur Risikoteilung auftreten, Syndikate, die später als Übernahme- und Begebungssyndikate sich betätigen, ist in Deutschland die vorherrschende Übung.

Wird ein Syndikatskredit bewilligt, so muß jedes Mitglied eine seiner Quote entsprechende Summe vorschießen. Selten wird in solchen Fällen eine Bank, die Mitglied ist, an der Kreditgewährung sich teilzunehmen weigern, denn sie müßte befürchten, aus dem Syndikat ausgeschlossen zu werden. Ein Ausschluß aber würde bedeuten, daß sie auch des Emissionsgeschäftes und weiterer Geschäfte verlustig gehen würde. Es ist deshalb ein solches Syndikat innerlich ziemlich gefestigt. Das Ergebnis dieser Übung, ein Syndikat über den ganzen Ablauf einer Kreditgewährung hin tätig werden zu lassen, führte dazu, daß bei allen wichtigen, von einer Gesellschaft ausgeführten Finanztransaktionen, wie etwa Kapitalerhöhungen und Fusionen, auch eine Zusammenarbeit der im Syndikat zusammengeschlossenen Banken stattfindet. Selbst wenn eine Bank des Syndikats Kredite persönlich bewilligt, ist es üblich, daß die Banken gegenseitig Informationen austauschen.

Da für eine neue Bank nicht schwer ist in ein solches Syndikat aufgenommen zu werden, sei es auf Antrag einer Mitgliedsbank oder einer Gesellschaft, so ist ein derartiger Zusammenschluß in Deutschland die übliche Form des Bankeneinsatzes. Man könnte zwar hier einwenden, daß die Banken durch die Teilnahme bei einem Syndikat, bei dem sie an eine bestimmte Quote gebunden sind, den Vorteil einbüßen, frei von Unternehmungen umworben zu werden, so ist dem entgegenzusetzen, daß dieser Nachteil durch die Hilfe in schwerer Zeit und bei der Plazierung von Emissionen von seiten der übrigen Syndikatsmitglieder aufgewogen wird.

Die Hauptmitglieder eines Syndikats sind auch im Aufsichtsrat des Unternehmens, dem man Hilfe gewährte, vertreten. Daß solche Syndikate in Deutschland Neugründungen ohne vorhergehenden Kontokorrentverkehr ebenso vornehmen, wie sie das im Laufe des gesamten Kreditgeschäftes tun, ist wohl kaum besonders zu erwähnen. Andererseits können natürlich auch in Deutschland Banken, die keinem Syndikat angehören, bei den gesamten Geschäften der Industriefinanzierung allein tätig werden.

Das Wichtigste nach Übernahme von Effekten ist sowohl für die einzelnen Banken, wie auch für das Konsortium, die Unterbringung der übernommenen Stücke. Dieses sogenante Placement hat bei den Banken infolge ihrer Filialorganisation schon aus Gründen der örtlichen Streuung viel mehr Aussicht, als das bei den englischen Emissionshäusern, selbst bei den großen, der Fall ist. Die Banken können hier gewissermaßen an das Anlegerpublikum herangehen. Die Depositenkunden treten andererseits selbst an die deutschen Banken heran und lassen sich beraten, wo sie ihr Geld am besten anlegen sollen. Die Banken haben durch die stetige Berührung mit den Kunden sich ein Urteil über Charakter und Vermögen derselben bilden können und sind dementsprechend in der Lage ihre Ratschläge zu erteilen. Um neu entstehende Einkommen ihren Zwecken dienlich zu machen, pflegen die Banken auch Vermögensverwaltungen und befassen sich mit der Ausführung von Testamenten. Die hierdurch gewonnenen Kenntnisse sind bei der Unterbringung von Emissionen ein beträchtliches Plus gegenüber den englischen Emissionshäusern. Auch die Kenntnis der Stimmung der Kunden läßt von vornherein die Banken die Aussicht einer Emission und des für sie gewählten Zeitpunktes erkennen. Mißgriffe bei Emissionen sind aus diesen Gründen in Deutschland wesentlich seltener als in England.

Andererseits wird die Emissionsbank, die den wahren Wert der von ihr emittierten Effekten kennt, diese nicht so hoch ansteigen lassen, um sich nicht einem plötzlichen Kurssturz gegenüberstehen zu sehen, dem sie sowohl im Interesse der Unternehmung, für die sie die Emission besorgte, als auch in jenem ihres eigenen Emissionskredites energisch entgegentreten muß. Es ist somit auch für die Interessen des Anlegers gesorgt. In England hingegen besteht die Angst um den Emissionskredit nur bei den großen internationalen Emissionsfirmen, die sich mit Industrieemissionen nur ausnahmsweise und dann nur mit sehr großen befassen und bei denen sonst nur beinahe ausschließlich Emissionen des Staates und der Kolonien zur Durchführung gelangen.

Da in England vorwiegend neue Effekten durch die Börse und nicht durch die Banken placiert werden, ist hier die Frage nach der Bedeutung der Börse für die Unterbringung von Effekten besonder wichtig. Die Banken könnten in Deutschland, so meint man andererseits, an sich Effekten auch ohne Hilfe der Börse an den Mann bringen. Dies ist jedoch auch in Deutschland nicht der Fall, denn die Bedeutung der Börse ist eine mehrfache und durch Bankenhilfe nicht ersetzliche, sondern diese nur ergänzende.

Die Börse nämlich ist erstens Preisbildungsort für alle Effekten. Deshalb können auch nur kleine Emissionen ohne Börse durchgeführt werden. Zweitens, die sofortige Veräußerungsmöglichkeit, die bei jedem Effektenkredit notwendig ist, bietet nur die Börse. Drittens: mit der Börse ist es beinahe ausschließlich möglich Effekten mit schwankendem Ertrag, also Dvidendenwerte, unterzubringen, da es kaum ohne die Hilfe der Börse geschehen kann, Effekten so

lange in der Kursschwebe zu halten, bis sie restlos im Publikum untergebracht sind. Viertens: Die Börse allein ist als freier Markt, der letzte Prüfstein für alle Effekten. Somary sagt hierzu [9]): „Und endlich fehlt dem Banken-Placement, ohne die Börse das Urteil der Öffentlichkeit, ohne die Börsennotiz wären die Effektenkäufer der Bank gegenüber hilflos."

4. Unter anderen vorzüglichen Kennern des deutschen und englischen Bankensystems behaupten M., Roland Martin und Evelyn Thomas, daß sowohl der Hauptunterschied zwischen deutschen und englischen Bankensystem die Einmischung der Banken in das Geschäftsgebaren der Kunden — die „Interference" — sei.

Wenn wir die Einflußnahme der Banken auf jene Industrieunternehmungen, denen sie ihre Hilfe bei der langfristigen Kreditgewährung liehen, die auch als Interference bezeichnet wird, betrachten, so ist auseinanderzuhalten: erstens die Kontrolle der Gesellschaft durch Besetzung des Aufsichtsrats mit Leuten der Bank und zweitens das Tätigwerden der Bank zur Wahrung ihrer Interessen.

Natürlich werden auch die englischen Banken, wenn ein Unternehmen zu wackeln beginnt, ihre Kredite schleunigst zurückziehen, und die deutschen Banken werden umgekehrt von einer Einmischung absehen, wenn das Unternehmen gesund bleibt. Diese Tatsachen schließen jedoch keineswegs aus, daß die deutschen Banken, da sie weitgehendere Hilfe leisten, auch zur stärkeren Kontrolle berechtigt sind, um sich rechtzeitig vorsehen und, wenn nötig, auch aktiv eingreifen zu können. Dieses Eingreifen kann auch andere Formen zeigen als nur die Kündigung des Kredites, wenn es gilt berechtigte Interessen zu wahren, um von vornherein Schlimmes zu verhindern.

Sowohl die Kontrollfunktion als auch eine evtl. Einflußnahme kann von seiten der Banken mit Hilfe des Aufsichtsrates am besten durchgeführt werden. Was allerdings die Einflußnahme der Banken auf die Leitung eine Unternehmens durch den Aufsichtsrat anbetrifft, so ist vorwegzunehmen, daß dieselbe heute in Deutschland sehr gemindert ist, da gemäß § 93 des neuen Aktiengesetzes von 1937 der Aufsichtsrat, außer mit unbedeutenden Ausnahmen, nicht mehr zur Geschäftsführung berechtigt werden kann. Auch kann nach dem neuen Aktiengesetz in Deutschland der Aufsichtsrat nicht mehr praktisch über den Vorstand gestellt werden. Die zu starke Einflußnahme mit Hilfe des Aufsichtsrates ist also ein Vorwurf gegen das deutsche Bankensystem, der heute kaum noch aufrechterhalten werden kann.

Nach der gleichen Richtung, wie die eben erwähnte Bestimmung wendet sich auch § 114,4 des Aktiengesetzes von 1937, der das Depotstimmrecht der Deutschen Banken beschränkt. Es wird heute eine ausdrücklich schriftliche Erlaubnis des Bankkunden auf getrenntem Formular gefordert dahingehend, daß die Bank be-

[9]) F. Somary „Bankpolitik" 3. Aufl. 1934, S. 293.

rechtigt ist den Kunden in der Hauptversammlung der Gesellschaft zu vertreten. Die Möglichkeit, daß die Banken einfach diese Berechtigung zur Vertretung in ihre Geschäftsbedingungen aufnahmen und diese von unkundigen oder leichtfertigen Kunden ohne nähere Durchsicht unterschrieben werden, ist also heute nicht mehr gegeben. Es wird sich also heute die Aufsichtsratsteilnahme der Banken wegen ihrer geringeren Stärke ohnehin vorwiegend auf die Kontrolle beschränken müssen. Immerhin werde ich in folgendem an zweiter Stelle auch die Möglichkeit einer starken Einflußnahme, wie sie früher in Deutschland eher gegeben war als heute, untersuchen und die Mißstände herauszustellen mich bemühen.

Die Aufsichtsratssitze können von seiten der Banken erworben werden:

1. bei der Gründung oder Umwandlung einer A.-G. Entsprechend der Stärke der Stellung die die Bank hierbei gegenüber ihren Mitgründern einzunehmen versteht, wird sich die Zahl ihrer Sitze richten.
2. Bei der Übernahme von Emissionen, wenn Kapitalerhöhungen vorgenommen werden, oder neue Obligationen ausgegeben werden, oder bei Durchführung von Sanierungen und Fusionen.
3. Durch Druckausübung auf die Gesellschaft im Laufe der kurz- oder langfristigen Kreditgewährung in der Weise, daß sie es erzwingt, daß einer ihrer Leute zur Wahl in den Aufsichtsrat vorgeschlagen wird.
4. Durch Erwerb einer Aktienmehrheit in der Generalversammlung mit Hilfe des Stimmrechts ihrer Kunden.

Diese letzte Möglichkeit ist allerdings durch die oben erwähnte Abschaffung des Depotstimmrechts, sowie Abschaffung der Mehrstimmrechtsaktien nach § 12 des Aktiengesetzes von 1937 wesentlich erschwert und beinahe unmöglich gemacht worden.

Zur Kontrollausübung reichen immerhin die Aufsichtsratssitze, voraussichtlich auch unter dem neuen Gesetz aus.

Da bei den industriellen Kreditnehmern der deutschen Banken eine stärkere Kontrolle erforderlich war, hat diese Notwendigkeit im Gegensatz zu den englischen Depositenbanken schon zur Entstehung des gemischten Bankensystems entscheidend beigetragen. Es sollte nämlich erreicht werden, daß alle Finanzierungsgeschäfte des Kundenunternehmens bei demselben Kreditgeber durchgeführt werden, um eine bessere Kontrolle über das gesamte Geschäftsgebaren des Kunden zu gewinnen. Da jedoch infolge der schnellen Vergrößerung der Banken und der Arbeitsteilung der Betriebe die Kontrolle der einzelnen Großkunden erschwert wurde, ging man mehr dazu über, das Hauptgewicht der Kontrolle den entsandten Aufsichtsratsmitgliedern zu übertragen. Zu diesem Zweck begnügte man sich vorerst möglichst viele Aufsichtsratsmitglieder zu entsenden. Diese Kontrolle aber zeigte sich auf die Dauer nicht umfassend genug. Es ist deshalb in deutschen Bankkreisen sogar bereits die Frage aufgeworfen worden, ob man sich nicht auf Grund der Kreditgewährung an eine Unternehmung direkte weit über

die Aufsichtsratskontrolle hinausgehende Kontrollmöglichkeiten zusichern lassen oder die Kontrolle im Geschäftsverlauf mit den Kunden selbst verstärken sollte. Die deutschen Bankfachleute knüpfen daran die Forderung, daß man nicht aus Konkurrenzgründen davon Abstand nehmen solle, denn das Interesse der Allgemeinheit ginge hier vor jenes des einzelnen. Diese Forderung ist um so dringlicher, da zuviel auf dem Spiele steht. Hat das Aktienpaket einer deutschen Bank einen größeren Umfang, dann besteht die Gefahr, daß es nicht so schnell abzustoßen sein wird. Deshalb ist frühzeitige Kenntnis der Gefahrenlage des Unternehmens Voraussetzung, um sich rechtzeitig vorsehen zu können. Auch ein größerer Kredit wird besser schon zeitig zurückgezogen, besonders dann wenn es auch noch gilt die Rentabilität des Unternehmens im Interesse des Aktienkurses nicht zu schnell absinken zu lassen. Ganz abgehen davon, ob die Bank Aktien der von ihr geförderten Gesellschaft im Besitze hat, wird sie bei einer umfangreicheren Kreditgewährung natürlich stets besser fahren, wenn sie die Gefahrenlage rechtzeitig erkennt. Die rechtzeitige Einschreitungsmöglichkeit von seiten der Banken erfordert aber stets bestmögliche Kontrolle, um die Gefahr rechtzeitig erkennen zu können.

Die zweite Möglichkeit, die der Besitz von Aufsichtsratssitzen bietet, ist die Einflußnahme auf das Unternehmen in dessen Aufsichtsrat die Bank ihre Vertreter sitzen hat. Diese Einflußnahme ist gerichtet auf ein der Rationalisierung des Kredites dienende Einordnung und Gliederung der Industrie. Es ist hierbei aber fraglich, ob die Einwirkung der Banken in der Richtung irgendwelcher Umgruppierungen auch in rationalisierendem Sinne für die Produktion sich auswirken. Aber auch nach vollendeter und glücklicher Durchführung ergeben sich für den Geschäftsverlauf zwischen Bank und Kunden ebenso oft Nachteile wie Vorteile. Es führt nämlich nicht stets die Förderung der Konzentrationsbewegung in der Industrie zu einer Rationalisierung in der Richtung von Kapital-Ersparnis, nicht immer wird auch eine Rentabilitätssteigerung herbeigeführt. Vielmehr tritt auch eine geringere Risikoverteilung in den betreffenden Branchen ein und es ergibt sich durch die Ausschaltung der Konkurrenz auch eine solche der Richtlinien für die Kreditgewährung. Auch ist bei solchen monopolisierten Gebilden die Gefahr, die sich daraus ergibt, daß die Beziehungen zwischen Bank und Schuldner zu eng geworden sind und die „Bank Gefangene ihres Schuldners“[10]) geworden ist, für erstere eine wesentlich größere und weniger leicht zu beseitigende, als dies ohnedies schon der Fall ist. Es ist deshalb klar, daß die Zusammenballung von Unternehmungen zu monopolistischen Gruppen für kreditgewährende Banken eine äußerst problematische Angelegenheit ist.

An dieser Stelle ist auch die Gefahr zu erwähnen die sich durch

[10]) F. Somary „Bankpolitik“, 3. Aufl. 1934, S. 234.

die Überlastung eines einzelnen Mannes als Mitglied von einer unangemessenen hohen Zahl von Aufsichtsratsposten ergibt. Das Gesetz bestimmt deshalb heute in Deutschland, daß eine einzelne Person nicht mehr als bei 20 Aufsichtsräten Mitglied sein darf.

Ferner führte in der Nachkriegszeit in Deutschland die Rivalität der Bankvertreter untereinander in den Aufsichtsräten häufig dazu, daß sich diese bei möglichst geringer Kreditkontrolle gegenseitig in der Höhe ihrer Kredite und Bereitwilligkeit sie zu geben überboten, sodaß unverantwortlich leichtsinnig hohe Kredite hingegeben wurden. Diese letztgenannten Gefahren versucht allerdings heute das KWG von 1934 zu mindern.

Fassen wir das Gesagte zusammen, dann lassen sich die folgenden 5 beachtenswerten Vorteile hervorheben:

1. Die auf besseren Informationen gegenüber den englischen Banken beruhende größere Sicherheit der deutschen Banken bei der Kreditgewährung.
2. können die Banken auch ihren Einfluß in kritischen Lagen eher geltend machen, um noch zu retten, was zu retten ist.
3. kommt auch den deutschen Banken ihre Erfahrung in einer größeren Zahl wichtiger Industriezweige bei der Lenkung ihrer Kreditgewährung in hervorragender Weise zugute.
4. Die Unternehmungen haben durch die Teilnahme von Bankvertretern an den Aufsichtsratssitzungen gleichfalls einen bedeutenden Vorteil, denn es ist altbekannt, daß eine größere Distanz zu den Dingen manchmal Vor- und Nachteile offenbart, die dem täglich im Unternehmen Tätigen entgehen.
5. besitzen jene, die hieraus den richtigen Zukunftsweg für die Unternehmen erkennen, auch die Mittel ihn durch angemessene Finanzierung zu verwirklichen.

5. a) Alfred Marshall [11]), der bekannte Nationalökonom, forderte für die englischen Banken die Erhöhung des Eigenkapitals, damit es ihnen möglich sein sollte bei der Industriefinanzierung großzügigere Geschäftspraktiken anzuwenden. Dies ist zwar richtig, wichtiger aber erscheint noch die Forderung nach voll eingezahltem Eigenkapital als nach erhöhtem Eigenkapital, wenngleich beides für eine großzügigere Kreditgewährung Voraussetzung ist.

Die relative Bedeutung des nicht rückziehbaren Eigenkapitals der Bank hängt nach dem Urteil eines so bedeutenden Kenners der Bankverhältnisse wie Adolf Weber [12]), ab:

1. von der Dauer der ihr anvertrauten Gelder,
2. von der in Aussicht zu nehmenden Notwendigkeit, Wertpapiere für lange Zeit durchhalten zu müssen,
3. von der tatsächlichen Dauer der Kredite,
4. von dem Grad der durchgeführten Konzentration und Expansion und der damit in Verbindung stehenden Risikomischung,

---

[11]) Von Adolf Weber „Depositenbanken und Spekulationsbanken", München u. Leipzig 1938, 4. Auflage, S. 282 und S. 343 zitiert.

[12]) Adolf Weber „Depositenbanken und Spekulationsbanken", München u. Leipzig 1938, 4. Auflage, S. 338.

5. von der Größe des Vertrauens, das sich die Bank auf Grund ihrer bisherigen Tätigkeit sichern konnte; der Goodwill des Unternehmens ersetzt gewissermaßen einen Teil des Garantiefonds".

zu 1. Die Dauer der anvertrauten Gelder ist in Deutschland praktisch nicht sehr verschieden von derjenigen der englischen Banken, so zeigten sich beispielsweise am 31. 12. 28, ungefähr dem Mittelpunkt des hier zur Diskussion stehenden Zeitabschnitts, die Depositenverpflichtungen von 5 der größten deutschen Banken folgendermaßen:

Fällig innerhalb	7 Tagen	43,3%
„ „	7—90 Tagen	51,9%
„ „	90 Tagen	4,8% [13])

In England werden an sich zwar Zahlen dieser Art in der Regel nicht veröffentlicht, aber zufällig behandelte Mr. Mac Kenna in einer Hauptversammlung der Midland Bank den Durchschnittsprozentsatz an laufenden Rechnungen im Verhältnis zu den Gesamtdepositen bei der Midland Bank auf 55,5%, also um 12% höher als in Deutschland. Dieses gesteigerte Liquiditätserfordernis muß aber eine Bereinigung erfahren, die Mr. Mac Kenna auch durchführte. Da nämlich alle Depositen praktisch innerhalb 3 Monaten fällig sind, so ist die Liquiditätserfordernis der deutschen Banken als ganzes doch genau die gleiche, wie jene der englischen Banken. Das Einzige, was sich effektiv daraus ableiten läßt, ist, daß die deutschen Banken mit einem geringen Prozentsatz an Bargeld auskommen und einen größeren Teil ihres Geldes für längere Zeit wie die englischen Depositenbanken ausleihen können. Die deutschen Banken halten jedoch gleichwohl ein hohes Verhältnis von liquiden Aktiven. So betrug die Liquidität 1. Grades bei 6 Berliner Großbanken am 31. 12. 28 (gegenüber den Passiven) 40% und die Liquidität 1. Grades einschließlich der Liquidität 2. Grades stand auf 62%. Überziehungskredite und langfristige Vorschüsse standen in einem weit geringeren Verhältnis zu den Depositen, als dies in England der Fall ist.

zu 2. Die Notwendigkeit, Effekten längere Zeit im Portefeuille halten zu müssen, ergibt sich erstens aus der jeweiligen auf dem Geld- und Kapitalmarkt herrschenden Lage; und zweitens aus den Absichten der Banken hinsichtlich Besetzung eines Aufsichtsrates und drittens aus dem Grad der Notwendigkeit Kurspflege treiben zu müssen.

Erweist sich plötzlich die Kapitalmarktlage infolge Erschütterung des Vertrauens von irgendeiner Seite her als ungünstig, oder geht der Geldmarktzins plötzlich in die Höhe, so wird eine Bank naturgemäß nicht die Effekten, deren Emission sie übernommen hat, unter Kurs emittieren. Auch die Hoffnung, später, wenn die Dividenden die erhöht haben werden, durch einen besseren Emissionskurs einen Gewinn zu erzielen, kann die Bank dazu veranlassen, die Effekten noch festzuhalten.

Die Bank kann aber auch die Effekten einer Gesellschaft, wie wir im vorigen Kapitel gesehen haben, zum Zweck der Kontrolle

---

[13]) Economist 1929, Bd. I, 2 S. 1009.

und Einflußnahme durch Besetzung der Aufsichtsratssitze im Besitz behalten wollen. Etwaige Absichten, wie spätere Fusion und dergl. können hier gleichfalls mitspielen.

Ferner muß eine Bank einen Teil der Wertpapiere, deren Emission sie durchzuführen übernommen hat, zum Zweck der Kurspflege im Portefeuille behalten. Ob hierzu nur kleinere Posten erforderlich sind, ist, wie oben schon erwähnt, nicht eindeutig festzustellen.

Zur Erwerbung der nötigen Effektenmengen ist jedenfalls in allen drei Fällen Eigenkapital notwendig. Fremdkapital ist zum Halten der Effekten im Portefeuille der Bank nur dann verwendbar, wenn die Zeit zwischen Übernahme und Emission kurz und die Effekten jederzeit veräußerlich sind. Da das erstere aber nur eine Tatfrage und nicht eindeutig vorauszusehen, das zweite aber meist nicht möglich ist, muß die Bank, um ihre Liquidität zu wahren, mit eigenen Mitteln die Effekten erwerben und halten.

zu 3. Die Dauer der bewilligten Kredite hängt nun natürlich vom Willen der Bank ab, ob sie nur kurzfristigen oder auch den sogenannten vorläufigen Anlagekredit gewähren will. Da aber sowohl bei den deutschen wie auch bei den englischen Banken, wie oben bereits nachgewiesen wurde, die Tendenz zu langfristiger Kreditgewährung besteht, ist es erforderlich, ein entsprechendes Eigenkapital zu halten, da man sich ja auch in Deutschland an Liquiditätsvorschriften hält.

Welche Folgen die Verletzung der Gleichfristigkeitsregel von Depositen und Anlagen bei zu geringem Eigenkapital nach sich ziehen kann, dafür ist ein Beweis der Zusammenbruch der Danatbank, die langfristige Kreditgewährung an die Industrie bei kurzfristigen ausländischen Depositen gepflegt hatte.

Die Relation von Eigenkapital zu fremden Geldern bei der Danatbank und 5 andern deutschen Großbanken für Ende 1930 geht aus folgender Skala [14]) hervor:

In Mill. Reichsmark.

	D. D.	Dresdner	Danat	Compri	Berl. H. G.	R. K. G.
Eigenkapital	445	134	120	115	43	60
Fremde Gelder	4,487	2,385	2,416	1,681	420	627
Prozent	9,92	5,62	4,97	6,85	10,18	9,56

Zu 4. Auch vom Grade der durchgeführten Konzentration und Expansion und der damit verbundenen Risikomischung hängt die erforderliche Höhe des Eigenkapitals in sofern ab, als bei einer Konzentration der Mittel durch Konsortialbindung das Risiko bei der Kreditbergabe für die einzelne Bank wesentlich geringer wird. Die Expansion der Kredite durch Filialgründung und Ausdehnung des Depositengeschäftes führt zu einer weiteren Risikominderung durch Mischung desselben. Auch die Kreditexpansion auf viele Branchen bedeutet

[14]) Adolf Weber „Depositenbanken und Spekulationsbanken", München u. Leipzig 1938, 4. Auflage, S. 338.

eine Verteilung des Risikos. Gerade dieser letzte Punkt aber wurde im Zuge der Entwicklung in der Inflation und auch späterhin in Deutschland nicht mehr genau beachtet, und spielte mit eine Rolle bei dem oben erwähnten Zusammenbruch der Danatbank.

Die Forderung nach Verteilung der Kredite auf eine größere Zahl von Risiken hat seine Beweggründe darin, daß es in Deutschland Bankleitungen gab, die in ihrem Ehrgeiz große Konzerne zu schmieden oder spekulativ hohe Gewinne zu erzielen alles auf eine Karte setzten und sich entweder durch Erwerb eines zu großen Effektenpakets an der Unternehmung, dem sie beistanden, beteiligten oder bei der Kreditgewährung aus Konkurrenzrücksichten durch Großzügigkeit den anderen Banken den Rang ablaufen wollten. In beiden Fällen, sowohl bei der Beteiligung wie bei der zu hohen langfristigen Kredithingabe läuft die Bank Gefahr, daß das Unternehmen sie beherrscht und nicht mehr sie das Unternehmen. Denn was will die Bank machen, falls sie nicht als letzten Rückhalt hohe Eigenmittel besitzt, wenn das Unternehmen im Falle der Verweigerung weiterer Kreditentgegenkommen von seiten der Bank die Beziehungen abzubrechen droht. Sie kann dann nicht den Effektenbesitz, der zu einer Beteiligung angewachsen ist, von heute auf morgen auf dem Kapitalmarkt veräußern. In gleicher Weise kann sie nicht die langfristigen Kredite plötzlich kündigen, sodaß das Unternehmen zusammenbricht und sie gezwungen ist den Betrieb selbst weiterzuführen. Hier schützen nur hohe eigene Mittel, die doch immerhin die Möglichkeit bieten energischer aufzutreten, denn die Bank hat in diesem Falle nicht die Mittel ihrer Depositäre, sondern nur ihre eigenen aufs Spiel gesetzt. Andererseits besteht auch für die Bank, sofern sie mit eigenen Mitteln die Beziehungen zu weit ausgedehnt hat, nicht die Gefahr, daß von seiten ihrer Einleger die Depositen plötzlich zurückgezogen werden und sie von dieser Seite her in eine Zwangslage kommt, sodaß sie gegen das Unternehmen schärfer vorgehen muß als ihr lieb ist und als sie es in ihrem eigenen Interesse verantworten kann.

Die Gefahr der zu geringen branchenmäßigen Risikoverteilung also der Konzentration der Kredite, liegt bei der Zusammenballung zu industriellen Gruppen besonders nahe, wenn namentlich die Bank mit solch einer Gruppe von vornherein in ständigen Geschäftsbeziehungen stand und sich von dieser, da sie sogar selbst erst die konzentrierte Form herbeiführte, noch schwerer lösen kann. Die Banken begeben sich durch solche einseitige Konzentrationsförderung nur zu sehr der Kreditlenkungsmöglichkeit, was gegenüber einer zeitweiligen Mittelersparnis viel zu große Gefahren in sich birgt, als daß sie in Kauf genommen werden könnten. Zudem ist nun noch darauf hinzuweisen, daß die Gefahren, die sich durch eine Konkurrenzausschaltung innerhalb von Branchen ergeben, auch auf die Banken übergehen, die sich durch ihre zu enge Verbindung mit den Unternehmen auch das branchenmäßige Risiko aufgeladen haben. Hier schafft einen gewissen Schutz gegen die Gefahr nur die Konzentration der verfügbaren Mittel durch Konsortialbildung. Der wichtigste Ausgleichsfaktor aber bei der einzelnen Bank ist

hier ebenso wie oben das Eigenkapital. Die Verstärkung desselben stellt zwar keine absolute vollkommene Sicherung für alle Kreditrisiken dar, ermöglicht aber immerhin, daß eine Bank, die sich in derartige Gefahren begibt, vor dem Schlimmsten bewahrt bleibt. Bedeutet doch ein Verlust der eigenen Mittel, selbst wenn es sich um den größten Teil derselben handelt, noch nicht den Zusammenbruch.

Bei einer solchen einseitigen eben besprochenen Risikoübernahme der Banken nimmt für die Beschränkung dieses Risikos auf eigene Mittel das K.W.G. vom 5. 12. 34 in Deutschland Stellung. Es bestimmt im § 12 und in der 3. Bekanntmachung des Aufsichtsamts für Kreditwesen vom 24. 6. 36, daß der an einen Kreditnehmer oder mehrere Kreditnehmer in demselben Konzern gewährte Kredit 10% und bei Kreditinstituten mit einer Bilanzsumme von RM 500 000 und darunter 15% der Eigenmittel nicht übersteigen darf. Dies bietet die Gewähr, daß nicht bei dem Zusammenbruch eines Unternehmens ein allgemeiner Sturm auf die Kassen der Bank einsetzt, die an die Unternehmung hohe Kredite gewährt oder sich an ihm beteiligt hatte, denn das Publikum weiß ja, daß nicht sein Geld, sondern nur 10% des Eigenkapitals der Bank ungünstigstenfalls verloren sind. Weiter bestimmt das K.W.G., dem gleichen Zwecke dienend, im § 17, 2, daß auch die Anlagen eines Kreditinstitutes in Grundstücken, Gebäuden und dauernden Beteiligungen, nach den in der Bilanz eingesetzten Beträgen berechnet, insgesamt den Betrag des Eigenkapitals des Kreditinstitutes nicht übersteigen soll.

Dem K.W.G. entsprechend ist demnach, um den deutschen Banken ihre Aktionsfähigkeit zu erhalten, unbedingt eine Erhöhung der eigenen Mittel erforderlich.

Zu 5. Von der Größe des Vertrauens, das sich die Bank auf Grund ihrer bisherigen Tätigkeit sichern konnte, hängt ihr ganzer Kredit, nicht nur ihr Emissionskredit ab. Dieses Vertrauen kann durch ein hohes Eigenkapital erhöht bzw., wenn zum Teil eingebüßt, durch eine Erhöhung des Eigenkapitals allmählich wieder zurückgewonnen werden. Jeder Einleger wird wohl, wenn er nicht ganz in Unkenntnis der Bedeutung des Eigenkapitals einer Bank ist, sich dessen Höhe betrachten, bevor er mit ihr in Geschäftsbeziehungen tritt, zudem durch Erlaß des K.W.G. das Publikum natürlich noch mehr auf die Bedeutung des Eigenkapitals hingewiesen wurde.

b) Nach dieser allgemeinen Betrachtung der Bedeutung des Eigenkapitals unter verschiedenen Gesichtspunkten, wollen wir das tatsächliche Werhältnis von eigenen zu fremden Mitteln bei den deutschen und englischen Banken in Augenschein nehmen. Ist doch gerade der Mangel an Eigenkapital, wie Marshall sagt, mit ein Grund, warum die englischen Banken bei ihrer Hilfeleistung an die Industrie nicht eine ähnliche Stellung einnehmen wie die deutschen Banken.

Daß sich das Verhältnis des Eigenkapitals zu fremden Mitteln in Deutschland wesentlich durch Kapitalverluste in Krieg und In-

flation in ungünstigem Sinne verändert hat, geht aus folgender, von Adolf Weber gegebenen Aufstellung [15]) hervor:

Deutsche Banken.

Jahr	Nom. Kapital	Reserven	Garantiemittel insgesamt	fremde Gelder	Deckung fremder Gelder durch Garantiemittel in %
			in Mill. Reichsmark.		
1891	1.053	192	1.245	1.282	97,11
1900	1.960	391	2.351	3.128	75,15
1910	2.784	719	3.503	9.123	38,39
1913	3.098	793	3.891	12.035	23,33
1925	856	259	1.115	6.922	16,11
1929	965	430	1.394	15.305	9,10
1930	906	432	1.338	14.404	9,29
1931	762	166	928	10.394	8,92
1932	692	151	843	9.521	8,85
1932	546	130	676	9.051	7,47
1933	524	108	632	8.137	7,77
1934	520	107	627	7.882	7,95
1935	521	104	625	7.741	8,07

Ziffern für 1891 bis 1910 berechnet nach der Angabe des Deutschen Ök. Vergl. „Depositen- und Spekultionsbanken" 3. Auflage, 1938, S. 322.
Für 1913 bis 1932 nach Ziffern des Untersuchungsausschusses für das Bankwesen. Berlin 1934, II. Teil: Statistiken S. 112 (enthalten sind: 1. Berliner Großbanken, 2. Provinzbanken und Filialnetz, 3. lokalbeschränkte Kreditbanken).
Für 1932 bis 1935 nach Angaben des Stat. Jahrbuches für das Deutsche Reich (enthalten sind: 1. Berliner Großbanken, 2. Provinzbanken mit Filialnetz).

Es ist wohl nicht von der Hand zu weisen, daß sich bei den deutschen Banken eine Bewegung zur Abnahme des Verhältnisses Eigenkapital und Reserven zu fremden Mitteln bemerkbar macht, wenn auch noch stille Reserven in Form von Aktien und Anlagen vorhanden sein mögen. Aber für die Depositen ist das wegen der beschränkten Verwendbarkeit dieser Reserven keine ausschlaggebende Sicherung.

Demgegenüber zeigen die englischen Banken folgende Eigen-Kapital-Höhe (siehe Tabelle Seite 83).

Die Reserven machten 1936 bei den 15 Banken 70% des ca. 80 Mill. £ betragenden eingezahlten Kapitals aus.

Aus den obigen Aufstellungen ist deutlich zu ersehen, daß der Unterschied in der Höhe des Eigenkapitals bei den deutschen und

[15]) Adolf Weber „Depositenbanken und Spekulationsbanken", München u. Leipzig 1938, 4. Auflage, S. 337.

Englische Banken [16]).

Jahr	Zahl der Banken	Kapital und Reserven in £ 1000	% der Verpflichtungen
1890	104	67.826	14,5
1895	99	69.213	12,4
1900	77	73.847	11,3
1905	59	82.010	9,4
1915	37	81.731	7,1
1920	20	128.154	5,8
1925	18	134.846	6,5
1930	16	144.323	6,4
1935	15	137.742	5,7
1936	15	138.530	5,5

englischen Banken vor dem Krieg ein ganz beträchtlicher war, nach dem Krieg aber unbedeutend geworden ist. Dies kommt wohl daher, daß England durch den Krieg und seine Folgen nicht so in Mitleidenschaft gezogen wurde wie Deutschland. Die obige Aufstellung muß aber außerdem noch dadurch bereinigt werden, daß, während man in Deutschland als haftendes Eigenkapital eines Kreditinstitutes den Nennwert des Eigenkapitals zuzüglich der ausgewiesenen Reserven, jedoch abzüglich der entstandenen Verluste setzt, man bei den englischen Banken außerdem noch das nicht einberufene, das sogenannte uncalled Capital, das zerfällt in callable Capital und reserved uncalled Capital, und das bereits einbezahlte, das called Kapital, unterscheidet. Es betrug im Jahre 1936 bei 15 englischen Banken das gesamte eingezahlte Kapital £ 79 652 524 und der Reservefonds £ 58 837 185. Das uncalled Capital belief sich hierbei auf £ 33 065 595 Callable Capital und £ 138 904 343 Reserved uncalled Capital. Demnach setzt sich der größere Teil des Eigenkapitals aus noch nicht einbezahlten, weil noch nicht in Anspruch genommenen, Einschußkapital der Aktionäre zusammen. Diese können sein Reserve Liability, die nur bei einer Liquidation angreifbar ist, oder Callable Liability, die auf Beschluß der Generalversammlung einberufbaren Gelder.

Demgegenüber haben in Deutschland mit Ausnahme der Versicherungsgesellschaften alle Kreditinstitute voll einbezahltes Kapital. In Deutschland besteht jedoch auch bei den Versicherungs-Instituten keine Nachschußpflicht. Zweck des nicht voll eingezahlten Kapitals ist wohl in England bei den Banken wie in Deutschland bei den Versicherungsgesellschaften die Effekten von der Spekulation möglichst fernzuhalten. Auch in England erhoben sich schon mehrfach Stimmen für und wider das voll einbezahlte Kapital. Schon vor dem Kriege wandten sich bedeutende englische Sachkenner gegen das Callable-Kapital bei Banken. Man machte als stärkstes Bedenken die in Zeiten der Spannung unsichere Nach-

[16]) Adolf Weber „Depositenbanken und Spekulationsbanken", München u. Leipzig 1938, 4. Auflage, S. 341.

schußmöglichkeit geltend. Dem trat Lord Goshen, der Präsident des Institut of Bankers in einer Rede, die er 1913 vor diesem Institut hielt, entgegen, indem er behauptete, daß die Nachschußpflicht eine außerordentlich wichtige Grundlage des Vertrauens sei, das die Depositäre gegenüber den Banken an den Tag legten. Er glaubt weiter, daß dies zugleich das beste Mittel sei, um Bankaktien den Manipulationen der Spekulation fernzuhalten. Weiter meint Goshen, daß dann, wenn keine Nachschußpflicht bestände, das Aktienkapital der englischen Banken wesentlich hinaufgesetzt werden müsse. Sir Inglis Palgrave [17]) ist dieser Ansicht Goshens mit folgenden Feststellungen entgegengetreten: „Ein beschränktes Kapital umfangreich hinsichtlich der Höhe sei ein besserer Sicherheitsfaktor der Bank und für ihre Einleger, als unser gegenwärtiges System der ausgedehnten aber zugleich begrenzten Verbindlichkeiten." („an absolutly resticted capital, ample in amounts, may be the better plan for safety of a bank and of its depositors then our present system of extended though limited liability") [18]) — Palgrave führt weiter aus, daß sich dieses System bei der Bank von England und der Bank von Irland sowie einigen Schottischen Banken durchaus bewährt hätte. Auch bringt er zum Ausdruck, daß, wenn es richtig sei, daß ohne Nachschußpflicht das Kapital einer englischen Bank bedeutend erhöht werden müßte, das der beste Beweis für die Berechtigung der verlangten Änderung sei. Wird doch dadurch bewiesen, daß das bisherige System des nicht eingezahlten Kapitals keine ausreichende Sicherheit ist.

Daß sich die Auffassung durchsetzte, die ein voll eingezahltes Kapital forderte, beweist die Tatsache, daß 1937 ein verminderter Gesamtbetrag an uncalled Capital in der Bilanz der englischen Banken erschien. Bereits die Barclays Bank; Baring Brothers & Co., Coutts & Co. (Unlimited), Glyn, Mills, Currie & Co. (Unlimited), weisen kein uncalled Capital mehr aus. Die Neuausgabe von Aktien wurde sogar schon seit Jahren von der Nachschuß- und Reservepflicht der Aktionäre befreit, um den Bankaktien bessere Markt- und Kursverhältnisse zu schaffen.

Zusammenfassend ist jedoch zu sagen, daß, wenn es auch einen scheinbaren Vorteil bieten mag, nicht das ganze Haftungs-Kapital in dem Unternehmen mitarbeiten zu lassen, es doch besser ist, wenn es mitarbeitet, selbst wenn es eine gewisse Belastung zeitweilig darstellen sollte, da es relativ zur Art der Anlagen im Falle des Bedarfes stets zur Stelle ist. Dies letztere ist aber bei dem bisherigen System des uncalled Capital nicht mit Sicherheit gewährleistet.

Die Forderung nach voll eingezahltem Kapital hat ihre Berechtigung um so mehr, als doch oben, wie bereits gezeigt wurde, heute das Eigenkapital wesentlichere Funktionen auch in England zu

[17]) Wie Adolf Weber auf S. 342 seines Buches „Depositenbanken und Spekulationsbanken", München u. Leipzig 1938, 4. Auflage, zitiert

[18]) Adolf Weber „Depositenbanken und Spekulationsbanken", München u. Leipzig 1938, 4. Auflage, S. 342.

erfüllen hat, wie das früher der Fall war, als noch nicht die größere Bereitwilligkeit der englischen Depositenbanken bestanden hatte, langfristige Vorschüsse zu gewähren und so eine vorläufige Anlagefinanzierung zu betreiben.

VI. 1. Von besonderer Wichtigkeit für die Unterbringung einer Emission ist die Börse. Ist doch gerade bei Dividendenpapieren das Börsenplacement viel aussichtsreicher als das reine Bankenplacement, das nur bei festverzinslichen Werten größere Vorteile bietet.

Als Vorteile des Börsenplacements lassen sich etwa die folgenden aufführen:

1. Die Börse ist Ort der Preisbildung sowohl für festverzinsliche als auch für Dividenden tragende Effekten.
2. Effekten schwankenden Ertrages sind auf der Börse bedeutend leichter und schneller unterzubringen als nur mit Hilfe des Bankenplacements.
3. Bei Bank- und Industrie-Werten mit gleichbleibender Dividende und bei Renten hält sie (außer in London) das Material wenigstens so lange in Schwebe, bis die Unterbringung ins Publikum gelingt [1]).
4. Ohne die Börsen-Notierung und die rasche Veräußerlichkeit der Effekten ist der Effekten-Käufer seiner Bank gegenüber hilflos, was ihn naturgemäß nicht besonders zum Erwerb von Effekten anreizen wird.

2. a) Die englische Börse weist einen nur selten größere Schwankungen aufweisenden Stand der Kurse für heimische Industriewerte auf. Andererseits ist doch gerade die Börse in England als vorherrschende Placement-Institution wegen der fehlenden Hilfsstellung der Banken anzusehen. Die geringe Aufnahmefähigkeit der englischen Börse für Home Industrieals hat verschiedene Ursachen.

1. sind ihre Effekten für den Börsenhandel wenig geeignet. Der Großteil der Aktien sind Namensaktien.
2. Das Publikum bevorzugt Daueranlagen. Der englische Anleger strebt nämlich mehr nach einer guten und gleichmäßigen Rendite als danach, sein Papier wieder mit Gewinn veräußern zu können.
3. Infolge des Mangels direkter Beziehungen der Banken zur Börse gibt es keine Effektenreportgeschäfte großen Stiles
4. Man kann die Lethargie schließlich erklären aus dem sogenannten Anti-Shunting-Gesetz, das 1908 bezw. 1911 in Neufassung erschien, und eine strenge Abgrenzung der Rechte von Jobbern und Brokern zum Gegenstand hatte [2]).

---

[1]) F. Somary „Bankpolitik" 3. Aufl. 1934, S. 292.

[2]) Dem Jobber entspricht in Deutschland die Bezeichnung Makler und dem Broker jene des Kommissionärs. Während der englische Jobber mehr in seiner Bewegungsfreiheit eingeengt ist, genießt der deutsche Makler die Möglichkeit als Vermittler oder Eigenhändler aufzutreten, und tritt häufig wie eine Bank selbst der Privatkundschaft gegenüber. Die Arbeitsteilung Broker, Jobber und Bank hat sich für die englische Börse im großen und ganzen bewährt. Die besonders für heimische

Im Anti-Shunting-Gesetz wurde bestimmt, daß es den Jobbers verboten ist, auf dem Provinzmarkt Geschäfte zu machen. Die übrigen 25 Börsen des Königreiches, an denen Industriewerte im Vordergrund standen, sind damit den Londoner Jobbers verschlossen worden. Dies führte zu einer starken Verengung des Marktes. Aus dieser Marktenge heraus erklärt sich auch, warum der Jobber gezwungen wurde, da die Angebots- und Nachfragemöglichkeiten zusammengeschrumpft waren, größere Kursdifferenzen, die im Turn of the Market zum Ausdruck kommen, zu schaffen, um dennoch Angebot und Nachfrage zu erhalten.

Der Jobber setzt den Seller's-Preis möglichst niedrig an, da er darauf bedacht sein muß, möglichst nieder zu verkaufen, um, wenn der Buyer's-Preis gedrückt werden sollte, immer noch zum Abschluß zu kommen und möglicherweise eine Gewinnspanne aufweisen zu können. Zu diesem Zweck wird der Jobber den Buyer's-Preis andererseits von vornherein möglichst hoch ansetzen, um, wenn dieser gedrückt würde, oder wenn er den Seller's-Preis erhöhen müßte, um kaufen zu können, den Turn of the Market sich nicht zu sehr verringern zu lassen. Der Jobber ist also gezwungen seine Gewinnspanne, — Turn of the Market, — von vornherein mit entsprechendem Spielraum auszugestalten. Die Spannungen, die zwischen dem Buyers- und Sellers-Preis bestehen, gehen aus einer Aufstellung der Londoner Börse vom 17. April 1913 von Wieser [3]) hervor.

Hier zeigt es sich, daß sich der Turn of the Market bei industriellen Stammaktien zwischen 3 und 44%, bei Vorzugsaktien zwischen 3 und 25% und bei Obligationen zwischen 2 und 15% bewegte. Im Gegensatz zu dem Jobber in Industriewerten kann der Jobber in Auslandsanleihen, großen Spekulationspapieren, leicht ein Engagement erhalten, denn ihn bindet das Anti-Shunting-Gesetz nicht. Die hohen Gewinnspannen bei den Kursen der heimischen Industriewerte sind demnach sowohl eine Folge der Abschnürung des Londoner Marktes als auch andererseits durch das Verlangen der Spekulation nach Werten mit großen Namen bedingt.

Die Folge hiervon ist, daß dies Bestreben des Jobbers seine Gewinnspanne möglichst zu erhöhen die Zahl seiner Aufträge verringert, denn wenn der kaufwillige Anleger sich von vornherein einem sehr hohen Preis gegenübersieht und wenn der Verkäufer niedere Preise vor sich sieht, so werden beide von der Durchführung eines solchen Geschäftes Abstand nehmen. Eine Spekulation in Industrieeffekten ist hierdurch nahezu unmöglich gemacht, da zuerst eine Verschiebung über die ganze von vornherein eingeschaltete Gewinnspanne erfolgen muß, ehe ein Abschluß zustande kommt.

Die Stellungnahme der Anleger gegenüber den Verhältnissen an der Londoner Börse führte schon in den 90iger Jahren dazu, daß Geschäfte, vor allem in afrikanischen und australischen Minen-

---

Industriewerte gelagerten Verhältnisse sind durch diese Arbeitsteilung an sich weder bedingt noch verschlechtert worden.

[3]) Carl Wolfgang Frhr. von Wieser „Der finanzielle Aufbau der englischen Industrie", Jena 1919, S. 354—356.

werten in den Kontoren von Emissionshäusern abgeschlossen wurden, anstatt an der Börse. Die Emissionshäuser waren hierbei selbst sowohl als Käufer wie als Verkäufer äußerst interessiert. Besondere Finanzierungsgesellschaften wurden ebenfalls gegründet, um die Börse beim An- und Verkauf von Gold- und Diamantenwerten zu ersetzen. Die Broker, die die Börsenmitgliedschaft besaßen, wurden bei solchen Geschäften nicht, wie üblich, von einer Seite, sondern von zwei Seiten, dem Käufer und dem Verkäufer bezahlt, bis dies 1909 ein dahingehendes Verbot unmöglich machte. Die Bedeutung der Londoner Stock-Exchange für das Geschäft in Home Industriels stieg jedoch durch dieses Verbot keineswegs. Das Verbot der doppelten Provisionsberechnung durch die Broker bewirkte nämlich, neben verschiedenen Umgehungen, daß immer mehr Broker aus der Londoner Stock-Exchange austraten. Als Ersatz für die offizielle Börse entstand in der Throgmorton-Street ein illegaler sogenannter Street-Market auf offener Straße. Dieser Markt wird wohl nicht viel geringere Umsätze hinsichtlich der Höhe des Betrages aufweisen, als dies bei der offiziellen Börse der Fall ist.

Diese Spaltung der Londoner Börse und der Austritt eines Teiles der Broker-Firmen führte zur Scheidung in Inside- und Outside-Broker. Letztere, die die Börse verlassen haben, sind an keine Börsenbestimmungen mehr gebunden, was dazu führt, daß sie häufig in besonders für diesen Zweck herausgegebenen Zeitschriften das Publikum zum Börsenspiel anregen, eine Tätigkeit, die den Inside-Brokern strengstens verboten ist. Diese dürfen vor „Business purposes" durch keinerlei Veröffentlichungen in Zeitungen oder durch Zirkulare und dergleichen werben.

Die Outside-Brokers verwenden die oben erwähnte hohe Differenz zwischen Seller's und Buyer's-Price häufig dazu, um Effekten zu dem niederst notierten Kurs zu kaufen. Sie verkaufen sie dann mit einem um einige Punkte höheren Gewinn an ihre Kunden weiter. Die Outside-Broker begünstigen in ihren „Bucket-Shops" die Spekulation auch noch dadurch, daß sie, was anderwärts nicht möglich ist, gewissermaßen Reportkredit geben, indem sie die Effekten bis 70% ihres Wertes beleihen.

Auf dieser illegalen Börse bestehen neben den oben erwähnten illegalen Maklerfirmen den Bucket-Shops auch noch sogenannte Share-Pushers. Dies sind Gesellschaften, die sich angeblich mit der Durchführung von Geschäften jeglicher Art in Handel und Industrie und mit Grundstücksgeschäften befassen. Solche Gesellschaften, die nur darauf ausgehen, das Publikum durch Teilnahme an vorgespiegelten Finanztransaktionen hereinzulegen, wurden allein im Jahre 1935 38 gegründet und in der ersten Hälfte des Jahres 1936 weitere 36.

Der Grad der Gefährlichkeit dieser Shares-Pushers ergibt sich auch aus folgender der Warnung dienenden Aufnahme der Martinsbank Ltd. in das Paßbook ihrer Kunden: „Martins Bank Limited wishes to call the attention of its customers to the serious danger of accepting opportunities for investment offered by any companies, firms, or individuals unknown to them. Customers are strongly

recommended befor transacting any such business to take advantage of the facilities provided by the Bank for obtaining information regarding the parties by whom they have been approached.

Die Schwindelfirmen zu beseitigen ist praktisch äußerst schwierig. Es wurde zu diesem Zweck eine Kommission gebildet, die aber nur durch einen Sachverständigen feststellen lassen konnte, daß der Schaden, der durch solche Firmen verursacht wurde, sich jährlich auf etwa £ 5 000 000 beliefe. Praktisch Abhilfe zu schaffen ist besonders schwer, da die große Mehrzahl der außer der Börse stehenden Effektenhändler, deren Zahl sich im ganzen auf etwa 600—800 beläuft, keine Schwindler sind.

Die Kommission konnte daher lediglich den Vorschlag machen, einen Registrier- und Kautionszwang, sowie Referenzenangabe auch für diese außerbörslichen Händler einzuführen. Es blieb aber bis jetzt bei dem Vorschlag.

Im Gegensatz zu diesen englischen Börsenverhältnissen kommen derartige Schwindelfälle auf den deutschen Börsen infolge der schärferen Börsenzulassungsbestimmungen und der auch überhaupt völlig anders gearteten Verhältnisse kaum vor. Bei den an deutschen Börsen vorkommenden Mißständen handelt es sich meistens um Einzelfälle, die von ungeeigneten Persönlichkeiten verursacht wurden, nicht jedoch um Nachteile, die von der gesamten Einrichtung begünstigt sind.

An der nicht offiziellen Börse wird auch ein beträchtlicher Teil der Home Industrials — der heimischen Industriewerte — gehandelt. Über die genaue Umsatzhöhe dieser Effektengattung ist jedoch wegen der fehlenden Aufsicht keine genaue Angabe möglich. Wie hoch aber auch die Umsätze in Home Industrials sein mögen, die offizielle Börse kann durch diesen Markt wegen seiner dezentralistischen Organisation nicht ersetzt werden. Die Home Industrials haben durch diesen inoffiziellen Markt durchaus nicht an Verkäuflichkeit gewonnen, denn sie gehören nicht zu den Werten, die vorwiegend in den Kontoren von Emissionshäusern und Finanzierungsgesellschaften gehandelt werden, vielmehr ist es Glücksache, ob und wo sich ein Käufer oder Verkäufer für sie findet. Wird hier keiner gefunden, so muß man doch über die offizielle Börse gehen und damit die hohe Gewinnspanne der Jobber in Kauf nehmen.

Die Verhältnisse im Handel für heimische Industriewerte sind somit auf der gesamten Londoner Börse als äußerst ungünstig zu betrachten.

b) Man könnte nun meinen, daß auf den Provinzbörsen das von London verdrängte Geschäft auftreten würde, da hier kein Anti-Shunting-Gesetz besteht. Dem ist aber nur teilweise so. Der Buyers-Price, zu dem der Jobber an den Käufer abgibt, liegt für solche Home-Industrials über dem Buyers-Price der Londoner Börse und zwar infolge der günstigeren Verhältnisse für die betreffenden Effekten auf dem Londoner Markt. Der Seller's-Price am Londoner Markt aber liegt selten über dem in der Provinz bezahlten. Die Möglichkeit, daß der Seller's-Price eines Jobbers über dem Seller's-Price eines anderen Jobbers an einer andern

Provinzbörse steigt, kommt wohl in keinem Fall vor. Im allgemeinen kann man wohl die Feststellung machen, daß die Seller's-Preise für heimische Industriewerte an den Provinzbörsen niedriger, die Buyers-Preise höher sind als in London[4]).

Durch diese Verhältnisse aber strömt durchaus nicht der ganze Handel in Home-Industrials in die Provinz. Dies liegt auch daran, daß die Märkte in der Provinz territorial zu begrenzt sind, d. h. daß etwa Effekten, die aus einer anderen Gegend kommen und von dortigen Gesellschaften stammen, bei einem Verkauf mit Wahrscheinlichkeit wegen der kleinen Umsätze an solchen Provinzbörsen zu Kursstürzen dortselbst und damit zu Verlusten für den Verkäufer führen würden. Diese Tendenz wird im Vereinigten Königreich noch deshalb besonders verstärkt, da es hier keine gemischten Großbanken und Bankkonzerne gibt, deren jährliche Effektentransaktionen örtlich äußerst umfassend sind und sich in der Folge das Verkaufsangebot bei einer Provinzbank nicht so stark auf den Kurs auswirken würde.

Da die Umsatzmenge, die auf der Londoner Börse auftritt, das Vielfache der Provinzbörsen ausmacht, so sind auch die Kurse der Londoner Jobber für solche große Transaktionen berechnet. Das Interesse für Industriewerte ist nämlich in der Provinz zwar groß, aber die tatsächlichen Transaktionen sind ja, wie aus oben Gesagtem hervorgeht, gering. Die Kursschwankungen, die hierdurch hervorgerufen werden, sind natürlich viel stärker als dies bei großen Umsätzen der Fall ist. So wird sich z. B. bei einem zu günstiger Zeit vorgenommenen Verkauf eines Postens Effekten als Ganzes an einen Londoner Jobber ein weit günstigerer Kurs erzielen lassen, wenn er auch effektiv niederer ist, als wenn der Posten geteilt and successive, aber doch so schnell als möglich an Jobbers einer Provinzbörse abgesetzt wird. Bei dem oftmaligen Verkaufe kleiner Teile des Postens und durch die Tatsache, daß jeder kleine Umsatz sogleich auf der Provinzbörse die Kurse bewegt, bröckelt die Kurshöhe ab und kommt voraussichtlich unter den vom Londoner Jobber bezahlten zu stehen. Ferner sind auch noch die an Provinzbörsen vorhandenen größeren Umständlichkeiten und meist auch höheren Kosten bei der Vornahme von Transaktionen zu bedenken. — Man kann also sagen, daß die Verhältnisse der Provinzbörsen in der Praxis keineswegs günstiger liegen für die Umsätze in Home Industrials als auf der Londoner Börse.

Da, bedingt durch solche Marktverhältnisse, Umsätze in heimischen Industriewerten oft monatelang nicht stattfinden, notiert man einfach den zuletzt auf dem offiziellen Markt erzielten Kurs. Ob sich die Verhältnisse, die den Wert des Papiers bestimmen, in der Zwischenzeit durch irgendwelche Verhältnisse geändert haben, kommt in der Kurshöhe meist gar nicht zum Ausdruck. Der Auftraggeber kann sich deshalb sehr oft in die Lage versetzt sehen,

---

[4]) Carl Wolfgang Frhr. v. Wieser „Der finanzielle Aufbau der englischen Industrie", Jena 1919, S. 366.

daß er dann, wenn er seinem Broker den Auftrag gegeben hat, Home-Industrials zu kaufen, die Nachricht bekommt, daß zu dem Kurs, den er zu zahlen bereit ist, kein Geschäft möglich ist, da der tatsächliche Kurs ein ganz anderer ist als jener, zu dem er auf Grund der Notierung zu kaufen gewillt war.

An sich sucht der englische Käufer für Home-Industrials jedoch nicht die Spekulation, sondern die Anlage. Diese Tendenz bestand schon vor dem Anti-Shunting-Gesetz, das die Tendenz aber nur noch verstärkte. Dieses auf Anlage gerichtete Bestreben beweist von Wieser in einem Diagramm auf S. 364 seines Buches „Der finanzielle Aufbau der englischen Industrie". In diesem Diagramm wird der Verlauf der Disconthöhe und der Verlauf der Kursbewegungen von Home-Industrials aufgezeigt. Es entspricht aber hier nicht, was bei einem Spekulantenpublikum der Fall sein müßte, das Steigen der Effektenkurse einem Sinken der Geldmarktpreise. Weiter ist aus diesem Diagramm das Fehlen einer Spekulation auch deshalb ersichtlich, weil, sofern mit Report-Lombards und täglichem Geld spekuliert worden wäre, dies bei einem Steigen der Geldmarktsätze zu einer Lösung der Engagements hätte führen müssen. Die Kurse der Effekten wären dementsprechend abgefallen. Diese Wechselwirkung aber hat, wie aus dem Diagramm ersichtlich ist, nicht stattgefunden. Das Publikum, das sein Geld in Home-Industrials angelegt hatte, ist demnach auf Anlage und nicht auf Spekulation bedacht gewesen.

Das Resultat aber, das aus solchen Marktverhältnissen für heimische Industriewerte hinsichtlich von Emissionsmöglichkeiten zu ziehen ist, ist ein zweifaches:

1. Die englische Börse erfüllt infolge ihrer Reaktionslosigkeit die vier Eigenschaften, die ich oben als Vorteile des Börsenplacements bezeichnet habe, nur äußerst unzulänglich.
2. Die englische Börse stellt keinen Barometer dafür dar, wann eine Emission von Home-Industrials durchzuführen ist oder nicht.

Eine Erregung der englischen Börse für die Emission von Home-Industrials kann nur künstlich durch das oben beim Kapitel Promoter bereits mit seinen Nachteilen beschriebene Market Making hervorgerufen werden.

Nicht genug also, daß die Emissionsmöglichkeiten an Hand der Banken so sehr ungünstig gelagert sind, ist auch die englische Börse kein geeigneter Helfer für die Emission von heimischen Industriewerten. Dies ist um so nachteiliger, weil in England das Börsenplacement noch heute weit über das Bankenplacement vorherrscht, und weil Versuche, dies zu ändern, bisher am Widerstand der Börsenmitglieder gescheitert sind, die selbst Werte von Staaten, die mit Banken direkt über durchzuführende Emissionen verhandeln, vom Kursblatt zu streichen drohen [5]).

Anders ist es in Deutschland. Hier nehmen die Banken das Placement auf der Börse vor. Ist dies heute vorübergehend nicht

[5]) F. Somary „Bankpolitik", 3. Aufl. 1934, S. 293.

der Fall, so hat das seine Gründe in den besonders gelagerten Kapitalmarktverhältnissen. Unter normalen Voraussetzungen aber ist sinngemäßes Tätigwerden der Banken beim Börsenplacement üblich. Selbstemissionen auf der Börse sind hier nicht gebräuchlich. — Die Makler andererseits sind auch nicht durch abwegige Vorschriften eingeengt, sodaß die Börse voll funktionsfähig ist und ihrerseits eine wertvolle Hilfe bei der Finanzierung der Industrie darstellt.

VII. 1. An Hand der gemachten Ausführungen kann man unschwer erkennen, mit welchen Hauptschwächen das englische Industriefinanzierungssystem durchsetzt ist. Natürlich hat auch das deutsche System seine Nachteile und birgt Gefahren in sich. Die wichtigsten Vor- und Nachteile der beiden Systeme sollen an dieser Stelle noch einmal zusammenfassend gegenübergestellt werden.

Das englische System weist seinen Hauptnachteil nicht bei der kurzfristigen sondern bei der langfristigen Industriefinanzierung auf. Sowohl bei der langfristigen Vorfinanzierung, dem sogenannten vorläufigen Anlagekredit, wenn, wie der Engländer sagt, das ausgeliehene Geld „is going into brick and mortar", als auch bei der Ablösung eines so gewährten Kredites durch die Emission, ist in England keine geeignete der Industrie beistehende Organisation, wie es die deutschen Depositenbanken sind, vorhanden. Die Depositenbanken gewähren in England der Industrie nur kurzfristige Kredite und erst jüngst im Zug der Zeit d. h. durch die in der Nachkriegszeit verschlechterten Verhältnisse der englischen Industrie bestimmt, lassen sie sich zu längerfristigen Ausleihungen, die praktisch nur durch eine Emission abgelöst werden können, herbei. Bei der Durchführung von Emissionen besteht nach wie vor die alte Zurückhaltung von seiten der englischen Banken. Lediglich eine gewisse Betreuung, die Kundenunternehmungen von schwersten Gefahren zu bewahren, hat sich in jüngster Zeit bemerkbar gemacht. Ich erinnere hier an die oben erwähnte, von der Martins-Bank in das Paß-Book ihrer Kunden aufgenommene Warnung vor Betrügern.

Die Bereitwilligkeit zu langfristigem Anlagekredit wurde in der englischen Bankwelt durch die im Juli 1931 in Deutschland eingetretenen Ereignisse stark eingedämmt. Neuerdings lenkte man aber wieder mehr in die seit dem Krieg eingeschlagene Richtung ein, wie dies aus den angeführten Zahlen über langfristige Ausleihungen hervorgeht.

Der Unterschied des englischen und deutschen Bankensystems, so meint der Economist [1]), „sei wohl mehr eine Frage der Einstellung als eine von Bilanzzahlen". Dies ist schon richtig, denn es sind als Hemmungen gegen die Annahme des gemischten Bankensystems und daraus sich ergebenden Änderungen der Bankeinstellung bei langfristiger Finanzierung und Emission wohl mehr das traditionelle Festhalten an Überkommenem einerseits und an-

[1]) Economist 1929, II, 2, S. 1009.

dererseits die Furcht vor Einmischung anzusehen als die Überzeugung in England wirklich das bessere System zu besitzen.

Wenn nicht schon meine gemachten Ausführungen, so können wohl folgende zahlenmäßig belegte Nachteile des englischen Systems nochmals als ein Beispiel für die hier vertretene Ansicht dienen.

1. Die englische Roheisenproduktion ist in den Jahren 1885—1912 nur um 28% gestiegen, während sie in derselben Zeitspanne in Deutschland um 384,5% zunahm. Der Kohlenverbrauch nahm innerhalb dieser Zeit in England nur um 8%, in Deutschland aber um 137,3% zu.
2. Welches Ergebnis das englische Gründungs- und Emissionswesen im Jahre 1938 zeitigte, gibt der Mac Millan-Bericht in Nr 386 mit folgenden Zahlen wieder: „In diesem Jahre war bei 284 Gesellschaften die Gesamtsumme der Kapitalemissionen, seien es solche von Aktien oder Obligationen, £ 117 Mill. Am 31. Mai 1931 war der Gesamtwert dieser Emissionen, soweit als ermittelbar, £ 66 Mill., was einem Verlust von über £ 50 Mill. oder 47% gleichkommt. In der Tat, der allgemeine Verlust war größer, da viele von diesen Aktien und Obligationen von den Promoters zu einem viel höheren Preis als zum Nennwert verkauft wurden. Noch illustrativer wirkt wohl die Feststellung, daß 70 von den oben erwähnten Gesellschaften liquidiert haben, und das Kapital von 36 anderen von unermittelbarem Werte ist. Die Emmission dieser 106 Gesellschaften belief sich auf £ 20 Mill."
3. Von den Machenschaften englischer Gesellschaftsgründer legt die englische Wirtschaftsgeschichte verschiedentlich Zeugnis ab. Südseeschwindel, Kautschukfieber, Goldminenspekulation sind allgemein bekannte dunkle Punkte in der englischen Finanzierungsgeschichte. Neuerdings ist nun die Goldgrube der Promoter die Filmindustrie geworden. Die Financial Times veranschlagt die Verluste in jüngstvergangener Zeit hier auf ca. £ 1 Mill. 1936 allein wurden Dutzende von neuen Gesellschaften im Register eingetragen, die sich mit der Produktion von neuen Filmen beschäftigen wollten. 1937 aber wurde bereits die Zwangsverwaltung über eine große Zahl dieser Filmunternehmungen verfügt. — Es hatten hier, dem neuen Zug der Zeit entsprechend, sogar die Depositenbanken wesentliche Kredite hergegeben. Diese kamen allerdings nicht zu Schaden, da sie sich bei Lloyds versichert hatten. — Wie gewissenlos aber die englischen Gründer zu Wege gehen, zeigt am besten, daß man trotz der eben erst erfolgten Zusammenbrüche schon 1937 bei einer dieser zweifelhaften Filmgesellschaften, eine Aktien-Neuausgabe von £ 270 000 vornahm. Dieses Unternehmen, genannt Dufay Chromex Ltd. ist äußerst spekulativen Charakters, und befaßt sich neben der Herstellung aller Arten von Filmen, von Aufnahme- und Vorführungsapparaten vor allem mit der Durchführung eines Verfahrens zur Erzielung farbiger Kopien. Wie unbestimmt der Erfolg letzterer Produktionstätigkeit heute noch ist, ist wohl

allgemein bekannt. — Es wurden £ 180 000 Vorzugs- zu £ 1 und £ 360 000 Stammaktien zu 5 sh im Frühjahr 1937 zur Emission gebracht. Hierdurch stieg das Kapital auf £ 1 Mill. Gewinne konnten bisher noch nicht ausgewiesen werden. Das neu aufgenommene Kapital wurde in Höhe von £ 60 920 zur Abdeckung von Bankverbindlichkeiten verwendet, £ 33 750 dienten zur Zahlung von Brokerage, Underwriting- und Overridinggebühren. — Es ist äußerst unwahrscheinlich, daß in Deutschland von seiten der Banken einem solchen Unternehmen Unterstützung gewährt würde, wie dies hier durch die Finanzierungsmaßnahmen des Ridgeford Trust geschehen ist.

Mit Ausführung dieser Zahlen und Tatsachen ist nochmals zusammenfassend gezeigt, daß das englische System tatsächliche und nicht nur auf theoretischen Überlegungen beruhende Schwächen aufzuweisen hat. Erwähnung einer Schwindelaffäre, wie die Bildung des sogenannten Hatry-Konzerns, der im September 1929 zusammenbrach, erscheint deshalb eher als eine Abschwächung der angeführten Beispiele, da es Betrugsfälle in allen Ländern unabhängig von der Art ihres industriellen Gründungswesens geben kann und gibt. Auf die englische Stimmung gegen die herrschenden Mißstände wirkte diese Angelegenheit hingegen aufpeitschend und neue Forderungen nach einem anderen finanziellen System und stärkerer Aufsicht des Staates wurden allenthalben in verstärktem Maße laut.

2. Wenn man hingegen nur auf theoretischen Erwägungen aufgebaute Nachteile sucht, so werden diese wohl auch in dem deutschen System zu finden sein. In der Praxis aber hat die Entwicklung der deutschen Industrie, die um volle 50—60 Jahre später erfolgte als jene der englischen, den bestehenden Vorsprung nicht nur voll aufgeholt, sondern sogar die englische Industrie in mancher Beziehung sogar überflügelt, was in erster Linie wohl auf das bessere Finanzierungssystem zurückzuführen ist.

Wenn in den 70er Jahren in Deutschland der Gründerkrach erfolgt, so hatte dieser seine Ursache nicht in dem deutschen Gründungs- und Emissionswesen und nicht in dem neuen 1870 erlassenen Gesetz über Aktien und Kommanditgesellschaften auf Aktien, das bestimmte, daß solche Gesellschaften allein durch Eintragung ins Handelsregister rechtlich zur Entstehung gelangen. — Diese Eintragung konnte ohne weiteres, wenn bestimmte gesetzliche Erfordernisse erfüllt waren, vorgenommen werden. — Der Gründerkrach war vielmehr durch Einströmen französischen Kapitals in einem für den augenblicklich vorhandenen Bedarf zu großem Ausmaß bedingt gewesen.

Lediglich die Schwierigkeiten im Juli 1931 in Deutschland sind durch Verletzung der Gleichfristigkeitsregel von Ausleihungen und Depositen bei zu schwachem Eigenkapital der deutschen Banken hervorgerufen worden. Doch ist hier der Fehler eines einzigen Bankleiters, der unter dem Druck des damals riesig gestiegenen Kapitalbedarfs in Deutschland handelte, nicht als Nachteil des gesamten deutschen Finanzierungssystems anzusehen.

3. Die theoretischen Erwägungen hingegen, die gegen das deutsche gemischte Banksystem und damit gegen die Art der Hilfeleistung der deutschen Banken an die Industrie vorgebracht werden, beruhen wohl zum größten Teil einerseits auf einer durch seine traditionelle Einstellung bedingte Anschauung des Engländers hinsichtlich der Wesenszüge einer Bank, die ich oben schon als Gilbarts Ansicht zusammengefaßt habe und andererseits auf einem gefühlsmäßigen Vorurteil gegenüber einer befürchteten Einmischung. Auf Grund von solchen Überlegungen werden verschiedene Befürchtungen hinsichtlich der Ausführungen zu Gunsten des gemischten Bankensystems zum Ausdruck gebracht:

a) Die Gefahren für die Liquidität der Banken, die sich bei der Durchführung langfristiger Vorfinanzierungsaufgaben oder auch dann einstellen können, wenn durch Beteiligung die Beziehungen zwischen Bank und Industrie so eng geworden sind, daß der Schuldner den Gläubiger mit ins Verderben ziehen kann.

Die Vorkehrungen gegen diese Gefahr habe ich bereits im Kapitel Eigenkapital schon ausgeführt und weise hier nur nochmals darauf hin, daß von einer Beteiligung von seiten eines Kreditinstituts, wenn es sich nicht um eine Beteiligungsgesellschaft, die das nötige Kapital zur längeren Festlegung besitzt, handelt, stets abzuraten ist und deshalb auch von deutscher Seite stets abgeraten wurde.

b) Es besteht ferner die Gefahr, daß in dem Verhältnis zwischen Bank und Unternehmung nicht mehr die Bank, sondern die Unternehmung herrscht und dann die Bedingungen bei der Kreditgewährung vorschreibt. Auch diese Möglichkeit habe ich bereits oben im Kapital Eigenkapital behandelt.

c) Man hat auch die Befürchtung ausgesprochen, das gemischte Bankensystem und die zu enge Verbindung von Banken und Industrie könne dazu führen, daß die Banken aus Angst vor dem Verlust des bereits angelegten Kapitals das Aufkommen einer Konkurrenz für die bereits von ihr geförderten Unternehmungen die Finanzierung neuer Erfindungen und neuer besserer Anlagen verweigern würden und außerdem mit allen Mitteln die praktische Durchführung von Erfindungen zu verhindern suchen würden.

Diese Auffassung wäre aber nur haltbar, wenn die Banken in Deutschland keine Konkurrenz weder im In- noch im Ausland in solchen Fällen mit in Rechnung ziehen müßten. Die Konzentration innerhalb des deutschen Bankensystems ist nämlich durchaus nicht schon so weit fortgeschritten, um jegliche Konkurrenz auszuschalten. Auf die Dauer wäre also eine Unterdrückung des Besseren zum Nachteil des Veralteten nicht möglich.

d) Die Banken würden, um ihr Geld, das sie etwa zu fest in einem Unternehmen angelegt hätten, nicht einzubüßen, häufig, namentlich auch innerhalb der von ihnen geförderten Konzerne nicht mehr lebensfähige Betriebe mitschleifen. Es ist natürlich zuzugeben, daß eine Bank eine von ihr geförderte Unternehmung bei einer vermutlich nur augenblicklich auftretenden Unrentabilität

durchzuhalten suchen wird. Sie wird dies in der Hoffnung, daß etwa durch eine Besserung der Absatzmöglichkeiten und durch eine damit verbundene bessere Ausnutzung der Kapazität sich die Rentabilität wieder steigen wird, auf eine zeitlang tun. Auf die Dauer gesehen, aber wird sie gegebenenfalls gezwungen selbst unter Verlust des bisherigen riskierten Kapitals, um nicht noch mehr einzubüßen, ihre Hand abzuziehen.

e) Ein weiterer Vorwurf, der typisch für die englische Denkungsweise ist, besteht in der Gleichsetzung des Begriffs Hilfeleistung der Banken mit dem Einsetzen einer für den Unternehmer unerträglichen Kontrolle.

Es ist ja wohl richtig, daß die Banken eine gewisse Kontrolle ausüben müssen, wenn sie ein hohes Risiko eingegangen sind. Aber daß die Kontrolle unerträglich wird, ist meist nicht der Fall, denn auch in Deutschland muß die Bank darauf bedacht sein ihre Kunden nicht zu verlieren. — Und ist eine mäßige Kontrolle etwa nicht besser als gar keine Hilfe?

4. An dieser Stelle ist auch die häufig in letzter Zeit geäußerte falsche Ansicht, daß andere Länder vom gemischten Bankensystem abgewichen und sich dem arbeitsteiligen zugewandt hätten, zu widerlegen, denn wie verhält es sich tatsächlich? In dem Land, in dem vielleicht wirklich von einem Sieg des arbeitsteiligen Bankensystems über das gemischte, das dort bereits seit 1822 eingerichtet worden war, zu sprechen wäre, in Belgien, bestehen in Wirklichkeit noch sehr enge Beziehungen zwischen den zwei Teilen des neuen arbeitsteiligen Bankensystems, den Depositenbanken einerseits und den sogenannten Beteiligungsgesellschaften andererseits. Arbeitsteilung im englischen Sinne ist aber durchaus nicht vorhanden. Die Beteiligungsgesellschaft nämlich ist Hauptaktionärin bei der Depositenbank, die für die erstere die kurzfristigen Bankgeschäfte besorgt. Auch sind, wenigstens bis jetzt noch, die Leiter der Effekten- und Depositenbanken personengleich.

In Italien, dem zweiten Beispiel, das man als Beweis für den Entwicklungszug gegen das gemischte Bankensystem anführt, ist die Entwicklung noch nicht beendet. Man wollte wohl von staatlicher Seite her eine Trennung gerne vornehmen. In der Praxis aber zeigte es sich, daß die mit Hilfe der Regierung geschaffene Hilfsorganisation I.M.I., um die italienische Industrie mit hinreichenden Krediten, besonders mit mittelfristigen bis zu 10 Jahren, zu versehen, nicht ausreichende Hilfe gewähren kann. Schon jetzt führen die ehemals gemischten Banken durch Ausgabe von Obligationen und Übernahme von Industrieobligationen ihre alte Aufgabe als Effektenbanken wieder durch. Auch hier ist also auf die Dauer keine Entwicklung zu verzeichnen.

In Frankreich besteht das gemischte Bankensystem in Form der etwas vorsichtigeren Sociétées de Crédit, wie Crédit Lyonnais und den rein spekulativen Banques d'affaires nach wie vor.

In Deutschland hat und hatte man nie die ernstliche Absicht vom gemischten Bankensystem abzugehen.

Die japanischen Banken sind gleichfalls reine gemischte Banken,

die sogar das Hypothekengeschäft mit einbeziehen. Die bedeutendsten sind: die sogenannte japanische Big-Five, die sich zusammensetzen aus Dai-Ichi, Mitsui, Sumitomo, Mitsubichi und Jasuda.

In USA war man allerdings angesichts der Unübersichtlichkeit der Bankenverhältnisse dazu gezwungen gewesen, eine scharfe Trennung zwischen Depositen- und Effektenbanken vorzunehmen. Die praktische Dauerhaftigkeit dieser Trennung ist hier aber sehr problematisch ,da bei den in USA herrschenden Verhältnissen die Depositengelder über den Umweg des Börsenkredites voraussichtlich wieder den Effektenbanken zuströmen werden.

5. Daß alle diese irrigen Ansichten hinsichtlich eines Zuges zum arbeitsteiligen Bankensystem den tatsächlichen Verhältnissen, die ich wohl hinreichend beleuchtet habe, auch im Urteil englischer Banksachverständiger mit wenig Ausnahmen völlig an Bedeutung verloren haben, geht schon aus den Ratschlägen zahlreicher Untersuchungsausschüsse, zur Besserung der englischen Industriefinanzierungsverhältnisse und aus der Errichtung staatlicher Hilfsinstitute für die Industriefinanzierung hervor.

Die wichtigsten Erhebungen und Vorschläge, die von seiten der englischen Sachverständigen in dieser Richtung gemacht wurden, sind durch das Vassar Smith Committee 1917, das Balfour Committee 1924 — Bericht 1929 —, und das Mac Millan Committee 1931 veröffentlicht worden.

Die Vassar Smith Commission wünscht Annäherung an das in Deutschland gebräuchliche Finanzierungssystem und sieht u. a. den Schwerpunkt des Unterschiedes in der Stellung der Banken bei der Gründung und Emission. Die Kommission schlägt ein in den Dienststellen der für die großen inländischen und die ausländischen Emissionen bereits verwendeten Institute, wie Investment Trust Companies, wohlbekannte Emissionshäuser, wie Merchant Bankers und andere zu Emissionszwecken vor. Die 1917 gegründete British Trade Corporation, die den Zweck haben sollte die Finanzierungsmöglichkeiten des Handels und der Industrie zu erleichtern, erscheint ihm als vorbildlich. Gegen staatliche Hilfe für private Unternehmungen wendet sie sich mit voller Schärfe, da bei Staatshilfe auch Staatskontrolle zu befürchten sei. Nur in Sonderfällen, etwa bei Rüstungsbetrieben, dürfte der Staat eingreifen, aber auch solche Sonderverhältnisse müßten erst durch Einsetzung eines Beamtenstabes in Zusammenarbeit mit Industriellen geprüft werden. Hingegen schlägt die Kommission vor, daß man zwangsweise Rücklagen bei der Steuerzahlung in Zeiten der Kapitalflüssigkeit schaffen solle, um der Industrie und dem Handel einen Rückhalt für Zeiten einer notwendigen Neuerrichtung von Anlagen zu schaffen. Dieser letztere Vorschlag scheint gut zu sein, namentlich dann, wenn der Staat eine Garantie für die tatsächliche Wiederzurverfügungstellung der Reserven in Zeiten der Not bietet. — Im übrigen scheint sich die Vasar Smith Kommission jedoch noch nicht von den traditionellen Anschauungen frei machen zu können, daß die englischen Depositenbanken bei der langfristigen Industriefinanzierung abseits stehen müßten, denn sie sagt in Nr. 41 in einer

kaum mißzuverstehenden Weise: „We do not suggest that, the depositbanks in this country should adopt the German method of conducting this class of business."

Wenn hier also auch noch nicht der richtige Weg gefunden ist, um zum gewünschten Ziel zu kommen, denn ohne Einschaltung der Depositenbanken wird, wie aus all dem oben Gesagten hervorgeht, wohl keine durchgreifende Hilfe bei der Industriefinanzierung gewährt werden können, so ist die Erkenntnis immerhin schon als die Vorstufe zur Verbesserung des bestehenden Zustandes anzusehen.

Da in der Nachkriegszeit sich allgemein bereits der Wunsch nach dem gemischten Bankensystem in England mehr und mehr bemerkbar machte, kam es zur Aufstellung eines neuen Committees. Das 1924 zusammengetretene und 1929 seine Veröffentlichung durchführende Balfour Committee, das sich mit der Klärung der Fragen der langfristigen Finanzierung der englischen Industrie beschäftigte, konnte sich gleichwohl nicht einmal zu der Meinung durchringen, daß die Schwierigkeit bei der Kapitalbeschaffung für die britische Industrie in einem ungenügenden Finanzierungssystem oder in einer für die Verwendung des alten Systems nicht mehr ausreichenden Kapitalbildung zu suchen sei. Dieses Committee forderte hingegen, daß die Industrie vernünftigerweise sich entschließen sollte, die unrentablen Anlagen stillzulegen, Preference-Zölle für die Schlüsselindustrien des englischen Königreichs zwischen den Dominien und dem Mutterland wurden weiter als geeignete Hilfsmittel für die britische Industrie erkannt.

Daß letztere Mittel geeignet sein können, um die Industrie eines Landes unter gegebenen Verhältnissen zu fördern und selbst entscheidend zu wirken, ist ja allgemein bekannt, an der Wurzel aber wurde das vorliegende Übel bei dieser Betrachtungsweise nicht erkannt. Das ist um so bedauernswerter, als das vorhergehende Vassar Smith Committee bereits den wahren Fehler festgestellt hat.

Als drittes befaßte sich das Mac Millan Committee 1931 mit der Erforschung der englischen Industriefinanzierungsangelegenheit. Hier kam man zur gleich richtigen Erkenntnis, wie das Vassar Smith Committee hinsichtlich der Ursache der Benachteiligung der britischen Industrie. Die gemachten Vorschläge aber wichen von den bisherigen in mancher Beziehung etwas ab. Das Mac Millan Committee ist sich zwar klar über die Schwächen der Industriefinanzierung, aber es befürwortet nicht die Beseitigung der Arbeitsteilung der englischen Banken. Im Gegenteil, es fordert die Trennung der Bankers Industrial developement Company von der Bank of England. Die Errichtung eines speziellen Institutes für den Zweck der Industriefinanzierung erscheint dem Committee als der richtigere Weg. Das Kommittee stellt sich dieses Institut im Abschnitt 400 folgendermaßen vor:

„a) Es muß mit einem wesentlichen Kapital versehen sein. Wo die Finanzierung größerer Kontrakte über Zeiträume von länger als 5 Jahren vorzunehmen ist, muß es fähig sein seine Hilfsmittel

durch Emission von eigenen kurzfristigen Kassenscheinen zu ergänzen.

b) Es muß sich auf die Zusammenarbeit von bestehenden Einrichtungen mit großen Geldmitteln bei der Gewährung von vorläufigen Darlehen verlassen können. Anders wird es nicht in der Lage sein seine Funktion zu erfüllen, oder sein Kapital würde zu groß sein, um genügende Dividenden ausschütten zu können.

c) Es muß einen hinreichenden und erfahrenen Stab heranbilden, allmähliche Beziehungen zur Industrie anknüpfen und Vertrauen zu seiner Fähigkeit und seinem Emissionskredit einflößen."

Es ist ersichtlich, daß ein solches Institut, wie das beschriebene, ganz schön gedacht ist, aber wie die Erfahrung bei den sogenannten Mac Millan Companies, auf die ich später noch zurückkomme, bewies, nicht immer seinen Zweck erfüllt. Die Kapitalkraft und die Emissionsmöglichkeit einer solchen Einrichtung muß infolge der fehlenden Depositenkunden und des Mangels an Eigenkapital weit hinter der Emissionsfähigkeit von gemischten Banken zurückbleiben. Was die angeführten Kassenscheine, die wohl als Ersatz für ein entsprechend hohes Eigenkapital gedacht sind, anbetrifft, so sind diese, wie alle Bankobligationen eine etwas problematische Angelegenheit, da möglicherweise, auch wenn der Zeitraum ihrer Fälligkeit kurz gewählt ist, die Bank gezwungen sein kann Kurspflege ihrer Obligationen zu treiben. Dies kommt jedoch selten vor, und im allgemeinen haben sich die Kassenscheine der Schweizer Banken, die eine 3—5jährige Laufzeit aufweisen, — wenn auch hierüber keine einheitliche Meinung besteht — gut bewährt. Diese Institute führten nicht nur die Tilgung sehr regelmäßig durch, sondern kauften die Kassenscheine auf Wunsch ihrer Kunden auch schon früher zurück. Die Ausgabe von Kassenscheinen eignet sich vor allem für die Finanzierung der mittleren und kleineren Industrie, die nicht zur Selbstausgabe von Aktien oder Obligationen in der Lage ist.

Große Bedeutung erlangten aber, wie bereits erwähnt, die Mac Millan Companies nicht. Einige machten allerdings hiervon eine Ausnahme, wie der „Charter-House Investment Trust". Dieser Trust versorgte die mittlere und kleinere Industrie mit Krediten und gründete die „Charter-house Industrial Development Company" mit einem Kapital von £ 200 000. Diese Gesellschaft soll Beteiligungsgesellschaft bei mittleren und kleinen Unternehmungen sein, das volle Risiko einer solchen Beteiligung hierbei auf sich nehmen und nicht etwa nur Kredite gewähren. Die Charter-House Industrial Development Company bewährte sich in der Praxis so gut, daß 1936 eine Kapitalerhöhung auf £ 500 000 erfolgen konnte. Das neu emittierte Kapital wurde sogar in seiner vollen Höhe von £ 300 000 — zu je £ 1 bei einem Emissionskurs von 21 sh — von einem Konsortium bestehend aus Prudential Assecurance Company, — einer der angesehensten Versicherungsgesellschaften Englands, — sowie der Lloyds — und der Midland Bank übernommen.

Auch nach dieser Kapitalerhöhung blieb das Unternehmen nach wie vor eine Beteiligungsgesellschaft.

Diese geschilderten Gründungen waren, da sie aus einer Mac Millan Company hervorgingen, indirekt durch die Veröffentlichung des gleichnamigen Berichtes ins Leben gerufen worden, wenn auch die dort ursprünglich vorgeschlagenen Gesellschaften, wie ersichtlich, eine etwas andere Gestaltung als die letztgenannte zeigen.

Zusammenfassend kann man sagen, daß alle diese Untersuchungsausschüsse Erscheinungsformen des Strebens nach einem besseren als dem bisher in England angewandten arbeitsteiligen Bankensystem sind. In der gleichen Richtung liegen die verschiedenen auf Anregung der Regierung hin erfolgten Gründungen von Hilfsinstituten für die Industriefinanzierung, die sogar direkt oder indirekt mit Unterstützung der Z.N.B. ins Werk gesetzt wurden. Ein weiterer Schritt weg vom arbeitsteiligen zum gemischten Bankensystem hin wurde unter dem Druck der Verhältnisse, aber bewußt von den englischen Depositenbanken, gemacht, indem die Banken, wie bereits oben angeführt, in ihrer langfristigen Vorschußgewährung an die Industrie liberalere Grundsätze walten ließen. Auf der gleichen Linie liegt die Gründung eines ständigen Wirtschaftsbeirates am 27. 1. 1930 durch die englische Regierung. Dieser soll als wirtschaftlicher Berater der jeweiligen Regierung dienen. Daß sich dieser Wirtschaftsbeirat aber vorwiegend auch mit den Problemen der Kreditfragen für die Industrie befassen soll, geht aus den Worten Evelyn Thomas auf S. 201 seines Buches (British Banks and the Finance of Industry) hervor: „Die von ihm zu behandelnden Aufgaben sind verschiedener und schwierigster Natur; die Beschäftigung mit Bank- und Kreditproblem füllt zweifellos einen großen Teil seiner Arbeit aus."

Neben diesem ständigen Wirtschaftsbeirat aber entstand zu einer Überwachung und Besserung speziell der Börsenverhältnisse im Jahre 1930 das „Committee for general purposes", das ich oben bereits erwähnte. Dieses Committee besteht aus 30 Mitgliedern und kann für bestimmte Einzel-Aufgaben Sonderausschüsse bilden. Das Committee steht dem Börsenvorstand für Sonderaufgaben „general purposes" zur Seite. Die Zulassungsbestimmungen sind gleichfalls seit 1930 wesentlich verschärft und eine offizielle Notierung darf erst nach Veröffentlichung des ersten Jahresberichtes erfolgen. „Nur solche Papiere sollen", nämlich heute noch, „zum Gegenstand des Börsenhandels gemacht werden, die nach Ansicht des Börsenvorstandes oder des dafür maßgebenden Unterausschusses der Menge und der Bedeutung nach sich dafür eignen [2]).

6. a) Die Errichtung von Hilfsinstituten, die Abhilfe in einer Weise schaffen sollte, die zwar Erleichterung brachte, aber nicht die Lösung des Problems in sich tragen konnte, da sie ja keine Abkehr vom arbeitsteiligen Bankensystem bedeutete, begann schon 1917 mit

[2]) Adolf Weber „Depositenbanken und Spekulationsbanken", München u. Leipzig 1938, 4. Auflage, S. 300.

Gründung der „British Trade-Corporation". Der Prospekt der Corporation enthält folgende den Tätigkeitsbereich charakterisierende Stelle [3]): „Es gibt keine große Finanzierungsinstitution, die eine Abteilung oder überhaupt eine Organisation besäße, in welcher die neuen Ideen oder Erfindungen studiert und untersucht werden können, besonders solche Pläne und Entwicklungen, die zunächst auf ihre geschäftliche Verwertungsmöglichkeit und Reife hinsichtlich ihrer Rentabilität geprüft werden können. Die Corporation will diese Tätigkeit zu einem besonderen Zweig ihrer Aufgabe machen und ein vermittelndes Glied zwischen der britischen Industrie und den britischen Kapitalisten werden. Sie will die Führung bei der Bildung von Syndikaten übernehmen, soweit sie sich mit vielversprechenden und wichtigen Geschäften befassen, und sie will sich mit anderen Banken und Finanzierungsunternehmungen verbinden, soweit diese an solchen Unternehmungen sich beteiligen wollen."

Daß der Gründung dieser Corporation eine sehr große Bedeutung beigemessen wurde, geht daraus hervor, daß man die Gründung mit Erteilung einer Royal Charter auf die Zeitdauer von 60 Jahren vornahm. Dieser Vorzug wurde außer der Z.N.B. von England nur der Chartered Bank of India, Australia and China zuteil. — Es erfüllten sich gleichwohl nicht die umfassenden Erwartungen, die man in das neu gegründete Institut gesetzt hatte. Man verlegte deshalb das Gewicht der Tätigkeit in jüngster Zeit auf die Förderung des sehr förderungsbedürftigen Exporthandels und gründete ein Tochterinstitut namens „Trade Indemnity Company". Diese Einrichtung hatte für die Banken durch Garantieübernahme bei Ausleihungen an Exportunternehmungen das Risiko zu vermindern und so die Kreditmöglichkeiten für die Exporteure zu verbessern.

In der Richtung solcher Hilfeleistung, wenn auch nicht von seiten unmittelbar staatlicher, so doch offizieller Stellen, als welche die Bank von England wohl anzusehen ist, liegt auch die Rekonstruktion einer nationalpolitisch wichtigen Rüstungsfirma, wie W. G. Armstrong Whitworth & Co. im Jahre 1926. Die Durchhaltung dieser Firma wurde nur durch die Intervention der Z.N.B. möglich, da lediglich auf ihre Anregung hin ein 5jähriges Moratorium für Zins- und Amortisationszahlungen in der Höhe von £ 3 Mill. zustande kam. Als die Fusion dieser Firma mit Vickers Ltd., einem andern notleidend gewordenen Rüstungsunternehmen in Vickers Armstrongs Ltd. vollzogen war, befanden sich im neuen Board of Directors der Gesellschaft auch 2 Direktoren der Bank von England, Sir Otto Niemayer und Mr. E.R. Peacock. Die Förderung von seiten der Bank von England ging sogar soweit, daß sie £ 4 871 986 Debentures der Firma Sir W. G. Armstrong vernichtete.

Bei der Sanierung der Firma Willam Beardmore & Co. Ltd., eines großen Stahlwerkes in Glasgow im Jahre 1929 wirkte die Bank von England gleichfalls aktiv in ähnlicher wie der eben geschilderten

---

[3]) Adolf Weber „Depositenbanken und Spekulationsbanken", München u. Leipzig 1938, 4. Auflage, S. 314.

Weise mit, und lieh ihre Hilfe bei der Unterbringung von Debentures.

Die Zusammenfassung der amerikanische Baumwolle verarbeitenden Industrie, gleichfalls im Jahre 1929, zur „Lancashire Cotton Corporation" erfolgte auch auf Betreiben und mit direkter finanzieller Hilfe der englischen Z.N.B. (Evelyn Thomas S. 143).

Die Bank von England setzte ihre Tätigkeit in dieser Hinsicht auch weiterhin fort, als sich namentlich von liberaler Seite her starke Opposition gegen dies ihr Vorgehen bemerkbar machte. Die Industrie selbst war es, die diese oppositionelle Stellung gegen ihr Vorgehen einnahm. Dies geschah wohl mitunter auch aus recht eigennützigen Konkurrenzgründen. Die City hingegen stand bei diesen ihren Maßnahmen auf seiten der Bank von England, da sie durch keine eigennützigen Zwecke bewegt wurde, gegen die der Gesamtheit förderliche Hilfeleistung gegenüber der Industrie Front zu machen.

Die Bank von England gründete nun im Zuge ihrer Hilfeleistungsaktion im November 1929 den Securities Management Trust mit einem autorisierten Kapital von 1000 Stück £ 1 Aktien, wovon allein 998 Stück im Besitz der Bank von England blieben. Auch der erste Direktor dieses Trustes ist personengleich mit dem Gouverneur der Bank von England. Der Trust hatte die Aufgabe: erstens die von der Bank von England schon eingegangenen Beteiligungen zusammenzufassen und zweitens sich bei wichtigen Beschlußfassungen über Hilfeleistung bei der Industriefinanzierung, in Aufsichtsratssitzungen, Ausschüssen und dergl. dazwischenzuschalten. Drittens sollte er die Beziehungen zwischen Banken und Industrie enger zu gestalten suchen und darauf sehen, daß die neu aufgebrachten Mittel auch zweckdienlich bei den Unternehmungen investiert würden. — Des Trust's Hauptrichtlinie war, hierbei aber nur beratend, nicht intervenierend aufzutreten.

Eine seiner bedeutendsten Leistungen des Securities Management Trust's war die Zusammenfassung der Eisen- und Stahlwerke im Gebiet von Lancashire durch Errichtung des „Lancashire Steel-Trust". Von diesem letztgenannten Trust übernahm er 1932 einen ganze Serie B-Aktien in Höhe von £ 500 000.— Hierdurch kam er in den Mehrheitsbesitz und stellte den ersten Direktor des Lancashire Steel-Trust's.

Auch die Gründung der Wigan Coal-Corporation, die ein Zusammenschluß der Kohlen-Gruben und -Handelsfirmen war, wurde vom „Securities Management-Trust" durchgeführt.

Im April 1930 erfolgte dann die Gründung des Bankers Industrial Development-Trusts auf Anregung des Gouverneurs der Bank von England, Dr. Montagu Norman. Der Trust wies ein Grundkapital von £ 6 Mill., das in 45 Stück A-Aktien und 15 B-Aktien, jede mit einem Nennwert von £ 100 000 zerfiel. Die Bank von England übernahm die B-Aktien, die mit 3fachem Stimmrecht ausgestattet waren und konnte so mit einer Beteiligung von £ 1 500 000 50% der gesamten Stimmen in ihrer Hand vereinigen. Die A-Aktien wurden von führenden Emissionshäusern und den Clearing-Banken über-

nommen. Im Aufsichtsrat des neuen Instituts, der aus 6 Personen besteht, saßen neben dem Präsidenten der Bank von England als Vorsitzendem der geschäftsführende Direktor des Security Management Trust's. Die Aufgaben des neu geschaffenen Trust's bestanden in: erstens Prüfung von Rationalisierungsplänen für ganze Industriezweige, — nicht hingegen für Einzelunternehmungen — der englischen Schlüsselindustrien; zweitens Vorbereitung der Anlagefinanzierung tauglicher Objekte durch Vermittlung des nötigen Kapitals. Es ist jedoch dabei besonders hervorzuheben, daß der Bankers Industrial Development Trust nicht etwa, wie es bei dem oben genannten Charter-House Industrial Development Company beabsichtigt war, an Unternehmungen sich beteiligen, sondern nur den vorhandenen Kapitalbedarf an die Emissionshäuser zur Befriedigung auf den Kapitalmarkt weiterleiten sollte.

Mit der Schaffung dieser Institution sind noch engere Verbindungen als bisher zwischen Bank von England und City hergestellt worden. Die Kräfte der letzteren konnten so zweckdienlich zur Ausfüllung der Lücke in die englische Kreditorganisation eingesetzt werden. Daß diese Lücke durch die Schaffung des B.I.D. trotzdem nicht voll ausgefüllt werden konnte — für die Werftindustrie und die Lancashire Cotton-Corporation konnte sie nur in bescheidenem Maße Kapital aufbringen, — liegt wohl daran, daß der Trust doch nur Vermittlungsstelle war und bleiben sollte. Er hatte ja auch nur über ein eingezahltes Kapital von 25% zu verfügen.

Zweckentsprechender als das letzterwähnte Hilfskreditinstitut selbst arbeitete die von ihm geschaffenen Development Boards, die vor allem Erforschung der Anlage-, Gründungs- und Erweiterungsmöglichkeiten von Industrieunternehmungen als Hauptaufgabe zu erfüllen hatten. Diese Boards betätigen sich auch selbst bei den für die Schaffung eines Industriegeländes notwendigen Bauvorbereitungen und übernehmen auch die Leitung und Aufsicht bei Errichtung neuer Industrieanlagen selbst.

b) Speziell zur Erleichterung der langfristigen Finanzierungsmöglichkeiten für die kleinere und mittlere Industrie schuf man neben den oben bereits besprochenen Mac Millan Companies und dem aus einem von ihnen entstandenen Industrial Development Company — die sich gut bewährt hatte — mit Hilfe der Bank von England weitere Institute die bei der langfristigen Industriefinanzierung Hilfe leisten sollten. Es wurde hier zuerst der United Dominions Trust Ltd. 1922 gegründet, von dem die Bank von England £ 150 000 4½%ige Vorzugsaktien übernahm. Zweck dieses Trusts war die Kredithilfe zum Teil mittels Abzahlungsgeschäftes an Farmer, Handwerker und kleine Industrieunternehmungen. Das Kapital des United Dominions Trust betrug 1927 £ 925 000 und £ 1,15 Mill. Reserven. Durch diesen Trust wurde wiederum die Credit for Industry Ltd. mit einem Anfangs-Aktienkapital von £ 250 000 gegründet. Aufgabe dieses Institutes war es, durch Aufnahme von Bankkrediten der kleineren und mittleren Industrie, falls es sich um kreditwürdige Unternehmungen handelte, gegen hypothekarische und andere Sicherheiten auf 2—20 Jahre Kredite zu geben. Der genommene

Bankkredit ist im Bedarfsfall dann jeweils wieder durch Ausgabe von Obligationen von seiten des Instituts auf den Kapitalmarkt abzuwälzen. Die Credit for Industry Ltd. sollte einzelne Kredite nicht über £ 15 000 gewähren. Das Kreditinstitut soll jedoch dabei auch nicht den Banken Konkurrenz machen durch Übertritt in deren Tätigkeitsfeld.

7. Auch in Deutschland war die Regierung, obgleich hier die Hilfe der Banken bei der langfristigen Industriefinanzierung gewährt wird, gezwungen zur Versorgung der mittleren und kleinen Industrie mit mittel- und langfristigem Anlagekredit die Initiative zu ergreifen. Durch Krieg und Inflation war nämlich die Kapitalkraft Deutschlands derart gemindert, daß die Möglichkeiten der Selbstfinanzierung, die vor dem Kriege 1914—1918 für die mittlere und kleine Industrie bestanden hatten, ziemlich in Wegfall gekommen waren. Andererseits waren weit größere Betriebsmittel bei der Wiedererholung notwendig als in Zeiten des regulären Geschäftsganges selbst. —

Das Problem der mittel- und langfristigen Finanzierung der kleinen und mittleren Industrie in Deutschland war deshalb so schwerwiegend geworden, da sie von den Banken nur schwer und zu hohen Zinsen Kredite erhielt. Eine Obligationsausgabe, geschweige denn eine Ausgabe von Aktien war wegen der Form der Unternehmungen, es handelte sich vorwiegend um Einzelfirmen und Personalgesellschaften, sowie wegen der geringen Größe derselben meist nicht möglich. Dadurch, daß die kleinere und mittlere Industrie, und besonders die Klein-Eisen-Industrie, die hier als Beispiel dient, durch die Kapitalverluste in Krieg und Inflation um ihr Betriebskapital gebracht worden war, sah sie sich gezwungen Sicherheiten, wie Anlagen und Grundstücke, die sonst als Unterlagen für die Erlangung von mittel- und langfristigen Krediten dienten, schon für Kundenaccepte, die hier in der Hauptsache der mittel- und kurzfristigen Betriebskreditgewährung dienten, als Garantie zu übereignen oder hypothekarische Sicherheiten hierauf einräumen zu lassen. Für die mittlere und langfristige Kreditgewährung reichten somit die vorhandenen Sicherheiten nur sehr selten mehr aus. Abgesehen davon waren die Kredite auch bei Hingabe von Sicherheiten doch so teuer — 12—15% — daß sie nicht aus dem Ertrag der Unternehmung verzinst, geschweige denn amortisiert werden konnten. Durch diesen Mißstand wurden viele derartige Unternehmungen, obgleich sie sonst sehr lebensfähig waren, gezwungen ihre Betriebe stillzulegen.

Um hier Abhilfe zu schaffen, gründete man im Jahre 1928 die Zentralbank Deutscher Industrie A.-G. mit einem Aktienkapital von RM 17,5 Mill. Dieses Institut war auf dem Prinzip der Landschaften (Industrieschaften) aufgebaut und hatte in beschränktem Umfang auch Solidarhaftung der Kreditnehmer vorgesehen Die Aufgabe des Kreditinstituts war es, Kredite bis zur Höchstdauer von 33 Jahren zu gewähren. Die Gesellschaft bewährte sich aber, vor allem wegen ihres zu geringen Eigenkapitals, nicht und mußte noch ehe sie mit ihrer eigentlichen Tätigkeit richtig beginnen

konnte, wieder die Einlagen an die Aktionäre zurückzahlen und sich auflösen [4]).

An ihre Stelle trat bald darauf die Bank für Deutsche Industrie-Obligationen, die ein Aktienkapital von RM 100 Mill. und damit ein erheblich höheres Eigenkapital als das oben erwähnte Institut besitzt. Diese Bank stellte sich seit Beendigung ihrer Osthilfetätigkeit am 31. 3. 37 wieder voll in den Dienst der mittelfristigen Kreditgewährung an die kleinere und mittlere Industrie. Dieses Institut will auch längerfristige Kredite gewähren, wenn sich dies als angebracht gemäß den vorgenommenen Untersuchungen der in Frage kommenden Betriebe und deren bisherigen Bankverpflichtungen erweist. Hierbei soll jedoch keine Einmischung in die kurzfristigen mit den bisherigen Bankverbindungen bestehenden Beziehungen selbst geschehen. Die Bank für Deutsche Industrie-Obligationen arbeitet andererseits selbst mit ungefähr 45 örtlich den Industriegebieten anliegenden Banken eng zusammen.

Diese Bankinstitute gewähren ohne Verteuerung im Bedarfsfalle an die mittlere und kleinere Industrie mittelfristige Kredite. Die Kredite laufen normalerweise auf 5 Jahre, von wo ab die Tilgung, die in 15 Jahren beendet sein soll, zu erfolgen hat. Die Tilgungsraten werden der Leistungsfähigkeit des Kreditnehmers angepaßt. Auch sonstige Erleichterungen, wie Stundungen und Verkleinerung der Rückzahlungsraten können auf Antrag hin ohne besondere Schwierigkeiten gewährt werden. Die bisher von diesem Institut gegebenen Kredite entfallen beinahe gleichmäßig zu je 1/3 auf Handwerk, Handel und Verkehr. Die Höhe der Ausleihungen hält sich etwa bei 50% derselben unter RM 10 000.—. In einigen Fällen erreichten die Kredite aber die Höhe von RM 200 000.— und sogar von RM 500 000.—, sodaß sich die Durchschnittshöhe Anfang 1937 auf RM 25 000.— belief. Die Bank für Deutsche Industrie-Obligationen befaßt sich auch mit der grundlegenden Sanierung der Kunden, selbst Stillhaltemoratorien führt sie durch und bewirkt, daß sie Bankschulden durch Aktienausgabe tilgen dürfen. Die Sicherheiten, welche die Bank für Deutsche Industrie-Obligationen annimmt, sind stets nur erststellige. Die übrigen Gläubiger sind meist durch Teilzahlung und Aussicht auf regelmäßige Abzahlung der Schuld gerne bereit in solchen Fällen zurückzutreten.

Es ist wohl mit Sicherheit vorauszusagen, daß das gut durchorganisierte Kreditinstitut mit seinem beträchtlichen Eigenkapital in Zusammenarbeit mit den örtlichen Banken seinen Zweck, die Unterstützung der mittleren und kleinen Industrie, auch fernerhin voll erfüllen wird.

---

[4]) Adolf Weber „Depositenbanken und Spekulationsbanken", München u. Leipzig 1938, 4. Auflage, S. 229.

C.

I. 1. Die deutsche Emissionssperre, die im Jahre 1935 als erste und zweite Durchführungsverordnung des Anleihestockgesetzes erlassen wurde, dient ähnlich wie auch die in anderen Ländern in der Nachkriegszeit durchgeführten Beschränkungen der privaten Emissionstätigkeit, sowohl der Politik billigen Geldes als auch der Konsolidierungspolitik für kurzfristige Verschuldung des Staates, die dieser zu geldpolitischen, konjunkturpolitischen, fiskalischen oder mitunter auch, wie in unserem Falle, vorwiegend nationalpolitischen Zwecken eingegangen ist. Die Emissionssperre, der bereits zahlreiche Investitionsverbote vorangegangen waren, wurde gewissermaßen als Schlußstück systematischer Vorbereitung des Kapitalmarktes für die Anleiheemissionen des Reiches eingesetzt. Die Vorbereitungen des Kapitalmarkts bestanden in einer zweckdienlich durchgeführten Konvertierungs- und Zinssenkungspolitik, um die hohen, im Zuge der Deflationsperiode gebildeten Zinssätze zu beseitigen. Auf dies näher einzugehen liegt jedoch nicht im Rahmen dieser Arbeit.

Die Emissionssperre ist unbedingte Voraussetzung für die Durchführung der Beseitigung der im Zuge der Wiederaufrüstung und des Vierjahresplanes zusätzlich vom Staat in die Wirtschaft vorschußweise hineingepumpten Mittel. Andererseits ist der Staat auch gezwungen seine kurzfristigen Schulden in langfristige Anleihen umzugießen, um durch spätere Steuereingänge die Verschuldung wieder abtragen zu können.

Die Flüssigkeit des Geldmarktes trat bei der in Deutschland durchgeführten staatlichen Finanzierungspolitik in besonders starkem Maße auf und wirkte sich als starke Marktenge infolge der fast völligen Ausschaltung der privaten Emissionstätigkeit aus.

Die außergewöhnliche Flüssigkeit der Mittel wurde bei uns in Deutschland nicht zuletzt dadurch bedingt, daß bei der Auflösung der in der Deflation aufgestauten Warenlager eine nicht ausreichende Möglichkeit besteht diese infolge von Rohstoffknappheit wieder auf auch nur normal ausreichenden Stand zu ergänzen. Die Rohstoffknappheit ist aber andererseits für den Staat ein Grund, die private Initiative von Neugründungen durch Hemmung der Finanzierungsmöglichkeiten möglichst abzuhalten, denn nicht nur Baumaterial, sondern auch andere Rohstoffe sind ja zur Errichtung von neuen Anlagen nötig.

2. a) Bestünde nämlich in Zukunft keine Emissionssperre mehr, so wäre die Folge: „Die Aussichten auf gewissen, einer besonderen Nachfrage-Konzentration ausgesetzten Märkten zu einer sich bereits langsam anbahnenden Normalisierung zu gelangen, unter allmäh-

lichem Abbau von Kontingentierungsmaßnahmen, würden wieder in die Ferne rücken[1])." Ist doch gerade jetzt, nachdem die Kapazität der deutschen Industrie-Unternehmungen nicht mehr für zukünftige Zwecke ausreichend erscheint, ein stärkeres Verlangen nach Neuanlagen vorhanden als bisher. Die Materialknappheit aber Grenze für die Anlagen-Erweiterungen werden zu lassen, ist schon wegen des Prestiges einer staatlich geleiteten Wirtschaft nicht angängig. Die Frankfurter Zeitung[2]) schreibt hier: „Gewiß ist es richtig, daß Materialknappheit auf gewissen Gebieten dies automatisch bewirkt, aber es ist Ziel und selbstgestellte Aufgabe der deutschen Wirtschaftspolitik die Verknappungen, die mit mannigfachen Unwirtschaftlichkeiten verbunden sind, möglichst bald zu überwinden und nicht gewissermaßen als willkommene ständige Sicherheitsbremse in die Rechnung einzustellen." Andererseits ist es im Interesse der mit Hilfe von Reichs-Anleihe-Emissionen durchzuführenden Konsolidierungspolitik des Staates nicht möglich das private Verlangen nach Errichtung von Neuanlagen durch Zins-Steigerungen zurückzudrängen: Man mag dagegen einwenden, daß doch wohl der Umfang der Investitionstätigkeit mehr von den Ertragsaussichten als von der Höhe des Zinses abhängig ist. Hierzu aber schreibt weiter die Frankfurter Zeitung[3]): „Wenn neuerdings geltend gemacht wird, daß der Umfang der Investitionstätigkeit weit mehr von den wechselnden Ertragsaussichten als von der Zinshöhe abhänge, so ist zu bedenken, daß dies in erster Linie für Wirtschaften mit scharfen Konjunkturschwankungen gilt, während in der deutschen Wirtschaft, wo von einem Konjunkturzyklus nicht mehr die Rede sein kann, der Zins mit wachsender Dauer der Beschäftigungsstabilität als Kalkulationselement an Gewicht gewinnen muß. Aber auch schon im Hinblick auf die erhöhte finanzpolitische Bedeutung, die der Aufnahmefähigkeit des Marktes für Reichs-Anleihen nach dem Verzicht auf die Begebung von Sonderwechseln zukommt und die Kapitallenkung vom Anleihemarkt in die Sphäre der Privatinvestition oder eine Hortung von Gutachten vorerst kaum zweckmäßig erscheinen läßt, liegt es für den Staat nahe auf Zinssenkungsexperimente zu verzichten."

b) Bei jeder Emissionssperre, bei der nur von zentraler Stelle Ausnahmen gewährt werden, müssen sich auf die Dauer gewisse Nachteile in der Kapitallenkung ergeben. Selbst wenn man nämlich von den in der menschlichen Natur liegenden Schwächen absieht, so ist doch wohl kaum anzunehmen, daß eine staatliche Stelle die Funktionen des selbständig handelnden und wagenden Unternehmers in vollem Umfange ausfüllen kann. Ist doch das R.W.M., das bei der Kapitallenkung heute zu entscheiden hat, nicht in der Lage mit dem Geld der Steuerzahler solche Risiken zu übernehmen, wie dies dem Einzelunternehmer möglich ist. Die volkswirtschaftlich unbedingt notwendige Unternehmerfunktion wird aber durch die Emissions-

[1]) Frankfurter Zeitung, 17. 4. 38.
[2]) Frankfurter Zeitung vom 17. 4. 38.
[3]) Frankfurter Zeitung vom 17. 4. 38.

sperre zurückgedrängt. Auf die Dauer wird man wohl, will man nicht schwere Nachteile in Kauf nehmen, der privaten Initiative wieder mehr freie Hand lassen müssen.

c) Als ein weiteres bedeutendes Gefahrenmoment der Emissionssperre ist die Förderung der Selbstfinanzierung anzusehen. Die aufgezwungene Selbstfinanzierung trägt ebenfalls den Nachteil einer mangelnden Kapitallenkung in sich, da der sich selbst finanzierende Unternehmer, wie aus dem oben bereits über die Selbstfinanzierung Gesagtem hervorgeht, nicht immer volkswirtschaftlich so zweckmäßig handelt, wie sich das bei der Fremdfinanzierung notwendigerweise ergibt. Außerdem „macht es die Selbstfinanzierung," wie Adolf Weber in seinem Buch [4]) sagt, „dem Großen recht leicht noch größer zu werden, aber sie erschwert dem Kleinen den Konkurrenzkampf und schneidet ihm indirekt Mittel ab, die ihm den Aufstieg erleichtern können." Die Selbstfinanzierung ist jedoch nicht etwa gleichzusetzen mit jenen Ersatzinvestitionen, die nach der Deflationsperiode infolge der Unmöglichkeit Ergänzungen infolge der Geldknappheit vorzunehmen, notwendig geworden waren. Adolf Weber [5]) sagt hier: „Diese Investitionen stellen keine neue Kapitalbildung dar, sie sind daher auch keine Selbstfinanzierung in dem hier gemeinten Sinn, sie müßten eigentlich ständig aus laufenden Abschreibungen finanziert werden. Gemäß amtlichen Statistiken wurde allein in den Jahren 1933/34 von seiten der privaten Wirtschaft RM 2 bzw. $2^1/_2$ Milliarden für solche Ersatzinvestitionen ausgegeben.

3. a) Eine wesentliche Auflockerung der Emissionssperre ist also zur Eindämmung der hier aufgezeigten volkswirtschaftlichen Gefahrenquellen besser früher als zu spät unbedingt anzuraten. Die nur gelegentlich erfolgte Zulassung von Aktien- und Obligationsemissionen für unmittelbar im Dienste des Vierjahresplanes stehende Gesellschaften ist nicht als eine solche Lockerung der Emissionssperre anzusehen.

Eine Lockerung der Emissionssperre würde sich voraussichtlich für Konsolidierungsaufgaben insofern günstig auswirken, als die Banken bei einer allmählichen Versteifung des Geldmarktes durch die Emissionsmöglichkeit ihrer Kunden in die Lage versetzt werden, Anleihen des Staates selbst hereinzunehmen. Hierbei ist aber zu berücksichtigen, daß diese Möglichkeit im Augenblick bei der großen Menge flüssigen Kapitals noch nicht besteht, da eine ausgedehnte Verschuldung der Industrie z. Zt. nicht mehr vorhanden ist, sodaß keine Mittel frei würden um damit Reichsanleihen hereinzunehmen. An Stelle der Industrie hat sich vielmehr heute der Staat verschuldet. Die Depositen andererseits, die in Zeiten privater Initiative als Gegengewicht für die an die Industrie zu gewährenden Kredite erforderlich wären, werden in Kürze durch die Emissionen des Staa-

---

[4]) Adolf Weber „Depositenbanken und Spekulationsbanken", München u. Leipzig 1938, 4. Auflage, S. 245.

[5]) Adolf Weber „Depositenbanken und Spekulationsbanken", München u. Leipzig 1938, 4. Auflage, S. 245.

tes aufgesaugt. Würden die Banken hingegen mit eigenem Kapital Staatspapiere erwerben, so wäre das nur einerseits eine Belastung für die Banken, und andererseits würden die flüssigen Mittel der Anlegerschaft nicht abgesaugt. Wird die Emissionssperre aber gelockert, so wird sofort wieder eine Verlagerung zur privaten Initiative der Industrie eintreten können und voraussichtlich auch eintreten. Wenn so der Weg zum Kapitalmarkt wieder geöffnet wird, würde sich der private Unternehmer wieder zur Anlagevorfinanzierung und Aufbringung von Betriebskrediten für die neu errichteten Anlagen kurz- und langfristig verschulden, da er ja weiß, daß er diese Schulden bei der Bank sobald als nötig wieder durch Emission ablösen kann. In diesem Falle allerdings werden Mittel frei, um den Banken das Hereinnehmen von Reichsanleihen zu ermöglichen.

Es handelt sich wohl bei dem Problem der deutschen Emissionssperre in Zukunft darum, ob der Staat die Initiative der Wirtschaftslenkung wieder an die private Industrie abgeben will oder nicht. Die auftretende Verschuldung ist dabei nur das äußere Zeichen, das uns anzeigen kann, wer die Wirtschaft tatsächlich leitet. Man kann aber nicht von einer privaten Initiative sprechen, wenn der Staat die Mittel, die einer Verschuldung der privaten Industrie an die Banken ermöglichen sollen erstens von vornherein zur Konsolidierung seiner Schulden absaugt und zweitens durch Ausschluß einer Emissionsmöglichkeit der Weg zu Neuinvestitionen abgeschnitten wird, was wiederum den Unternehmer von jeder langfristigen Vorfinanzierung abhalten muß.

b) Auf einem Teilgebiet mindestens wäre, ohne daß sich der Staat dadurch irgendwelcher Möglichkeiten der Wirtschaftslenkung begeben würde, eine umgehende Lockerung der Emissionssperre sehr begrüßenswert. Diese Lockerung wäre namentlich sehr zu empfehlen zur Abstoßung der aus Zeiten der Krise etwa als Sicherheit oder als ungewollte Beteiligung noch im Bankbesitz verbliebenen Effektenpakete. Ist doch mit den dauernden Besitzwechseln von Aktienpaketen in den letzten Jahren oft die äußere, häufiger aber noch die innere Selbständigkeit der betreffenden Unternehmungen verloren gegangen. Das war besonders dann der Fall, wenn das Publikum, meistens aber Banken, die noch aus der Krise verbliebenen Reste solcher Werte, seien es nun Aktien oder sonstige Anteile mit Gewinn oder zum Buchwert möglichst eilig abgaben. Tätigten doch oft Industriegruppen Käufe in solchen Werten, um eine Konkurrenz zu beseitigen, oder auch ihre flüssigen Mittel in einer für die Bewertung günstigen Weise anzulegen. Die sich hieraus ergebenden Gefahren sind partielle Stillegungen, Änderung in der Ausnutzung von Kartellquoten und ähnliche möglicherweise nachteilig wirkende Folgen für das Wirtschaftsleben. Gefahrenmomente solcher Art zu beseitigen, ist wohl am leichtesten möglich, wenn solche Effektenpakete dem neutralen Anlegerpublikum zum Kauf angeboten werden. Ist es doch heute wesentlich eine eigennützige Konzentration der Industrie im allgemeinen Interesse zu verhindern.

4. a) Die deutsche Emissionssperre wirkte sich auch auf die Art der Anwendung der Emissionsmethoden selbst aus. Die Knappheit des Angebots führte häufig dazu, daß schon vor der Zulassung zur Börse die zu emittierenden Effekten im sogenannten „freien Telephonverkehr" gehandelt werden. Die Nachteile, die sich bei diesem vorbörslichen Handel ergeben, bestehen darin, daß:

1. bei dem im außerbörslichen Verkehr zustande gekommenen Kurs die Anleger nicht wissen, ob die Bonifikationen des Emittenten im Emissionskurs bereits enthalten sind oder nicht. Es kommt hinzu,
2. daß den Anlegern keine Gewähr für die Qualität des Papiers gegeben ist, da die Zulassung erst hinterher nachgesucht wird.
3. wird so ein Feld für Spekulanten und Konzertzeichner geschaffen, da diese die Stücke per Erscheinen mit Gewinn weiterveräußern können.

Zu 1. Die Frankfurter Zeitung bringt hierzu ein Beispiel[6]), das wohl am besten Aufklärung über den tatsächlichen Verlauf bietet. „Von der Ewald-König Ludwig-Anleihe ist nunmehr der Gesamtbetrag von RM 30 Mill. im Publikum untergebracht, wovon im sogenannten Telephonverkehr der erste und zweite Verkaufsabschnitt ohne Bonifikation, dagegen die Sperrstücke des 3. und 4. Abschnitts z. Zt. noch mit Bonifikation gehandelt werden. Für das Publikum ist es bei der Fülle der in den letzten Monaten teils als Neuemissionen und teils aus Zinskonversionen stammenden festverzinslichen Industriewerten einigermaßen schwer (wenn überhaupt) zu übersehen, bei welchen dieser Anleihen in den für sie genannten Telephonkursen jeweils noch eine Bonifikation von zumeist ¾% enthalten bzw. bei welchen bereits der Abschlag erfolgt ist. Daraus ergeben sich im Verkehr der Banken mit ihrer Kundschaft bei der Abrechnung nicht selten Unzuträglichkeiten, denen u. E. am besten abgeholfen werden könnte, wenn man sich allgemein zu einer möglichst beschleunigten Ingangsetzung der amtlichen Börsenzulassung entschließen wollte, damit die Obligationäre einen unter amtlicher Kontrolle zustandegekommenen Kurs zur Hand haben".

Zu 2. Da weiter keine Gewähr für die Qualität des Papieres durch die nachträgliche Einholung der Zulassung geboten ist, so ist zu fordern, daß die Banken, wenn möglich, die Reihenfolge: 1. Zulassung, 2. Prospekt und 3. Auflegung zur Zeichnung einhalten sollen. Den außerbörslichen Verkehr selbst aber durchgreifend zu unterbinden, ist Sache der bankgewerblichen Wirtschaftsgruppen, und muß von diesen als der zuständigen Instanz gefordert werden.

Hierzu ist zu sagen, daß erstens jeder Anleger, der im außerbörslichen Verkehr Effekten erwirbt, auch schon früher bei nachträglich erfolgten Zulassungen ein gewisses Risiko auf sich nahm. Wenn er dies nicht wünscht, so soll er eben Staatspapiere, wie Reichsanleihen und dergl. erwerben, und sich mit einer um ½—1½% niedrigeren Rendite begnügen. Zweitens werden es die Banken sehr schwer haben eine umfassende Einschränkung des

---

[6]) Frankfurter Zeitung v. 4. 8. 37, „Sammelpause am Emissionsmarkt"

vor- und außerbörslichen Marktes durchzuführen. Werden doch gerade die größten Emissionen außerhalb der Börse untergebracht, was die Differenz zwischen Effektenumsatzstempelausweisen und den tatsächlich über die Börse getätigten Emissionsbeträgen erkennen läßt [7]). Ob die bankgewerblichen Wirtschaftsgruppen tatsächlich die geeigneten Stellen sind, um hier einzugreifen, ist problematisch, da der außerbörsliche Handel etwa mit gesperrten Stücken doch noch fortgesetzt werden könnte. Das einzige wirksame Mittel böte wohl hier die von Reinhard empfohlene Maklerkontrolle, die aber, um ihren Zweck zu erfüllen, von einem direkten Verbot begleitet sein müßte.

Andererseits besteht eine Gefahr für die Anleger heute nicht. Diese wird auch in naher Zukunft nicht in besonderem Maße entstehen. Die Kontrolle des R.W.M. nämlich, das sich natürlich nicht als Börsenzulassungsstelle betätigen will, wird auch bei etwa wieder steigender Durchführung privater Emissionen weiterhin bestehen bleiben, solange der Staat sich nicht überhaupt der Kapital- und damit auch der Wirtschaftslenkung begeben will. Dies wird aber kaum sobald der Fall sein. Die Emissionen aber zwei Kontrollstellen passieren zu lassen, zudem die erste Kontrolle durch das R.W.M. weit über jede der Börsenzulassungsstelle hinausgeht, heißt doppelte Arbeit verrichten. Zum Schutze der Anleger ist also unter gegenwärtigen Verhältnissen keine Erschwerung der Emissionen durch verschärfte Börsenzulassungsbestimmungen erforderlich.

Zu 3. Daß ein Feld für Spekulanten und Konzertzeichner durch das Überhandnehmen des außerbörslichen Verkehrs und der dabei noch vorhandenen Marktenge geschaffen ist, geht schon aus den heute außerordentlich rasch erfolgenden Kurssteigerungen neu emittierter Papiere hervor. Die Frankfurter Zeitung vom 23. 8. 37 schreibt zu diesem Thema: „Die 5% Feldmühle-Anleihe unter der Hand zu 100% verkauft, wurde den Erstbesitzern 8 Tage darauf mit 102% aus der Hand genommen. Fast ist es schon ein Kennzeichen dieser Epoche, daß nicht der verantwortete Emissionskurs, sondern der außerbörsliche unverantwortete Telephonverkehr den Wertmesser liefert. Zehn bis zwölf solcher Emissionen kennt dieser ungeregelte Verkehr in Zeichnungsscheinen, Kassenquittungen, und daß er solchen Umfang annimmt, hängt nicht nur mit dem weiten Weg zusammen, der zur amtlichen Notiz führt, sondern ist auch ein Kennzeichen dafür, daß nicht jede Erstzeichnung oder jeder Erstverkauf auf eine Daueranlage hinauslief." Zuerst werden heute die neu emittierten Papiere nämlich meist von Spekulanten erworben, die es per Erscheinen weiterveräußern wollen und auf die Kurssteigerung infolge der Knappheit des Marktes, nicht jedoch auf Grund erhöhter Ertragsaussichten spekulieren. Die Banken können, wenn es sich nicht um ihnen persönlich bekannte Kunden handelt, heute schwerlich den Daueranleger von den nur auf Kursgewinn bedachten Spekulanten unterscheiden, da der Unterschied zwischen Bar-

[7]) Frankfurter Zeitung v. 12. 12. 37 „Umschau" Sonntagsbeilage.

zahler und Nichtbarzahler heute der sehr großen Flüssigkeit des Geldmarkts halber Analogieschlüsse nicht mehr zuläßt.

b) Es wurde aus diesem Grunde vorgeschlagen, bei der Zeichnung — bei der Einführung ist das ja nicht möglich — das Tendersystem anzuwenden. Die Zweckmäßigkeit dieses Systems ist aber keineswegs eindeutig erwiesen. In England, in dem es früher vorwiegend angewendet wurde, ist es heute wieder nahezu ganz abgekommen. Es birgt nämlich gerade die Gefahr in sich, daß Anleger durch Zurückhaltung von Effekten von seiten des Emissionshauses überfordert werden. Gegenüber einer Übervorteilung der Anleger aber, allerdings nicht von seiten des Emissionshauses, sondern durch Überhöhung der Kurse durch die Spekulation, richtet sich gerade die Befürwortung der Einführung des Tendersystems.

Gegen die Konzertzeichner hat sich immer noch am besten die Einführung einer Sperrverpflichtung bewährt, wenngleich auch diese mitunter, namentlich dann, wenn die Banken ihre Kunden nicht so genau kennen, durch Handel mit gesperrten Stücken umgangen wird. Die Auferlegung einer Sperrverpflichtung allerdings gebraucht das Emissionshaus auch zu seinem eigenen Schutz, um nicht baldigst Kurspflegeaktionen durchführen zu müssen. Schutz für den Daueranleger im Sinne der Abwehr eines durch die Spekulation hervorgerufenen zu hohen Kurses stellt sie aber zugleich auch dar.

Der Spekulation gegenüber würde auch die oben bereits erwähnte Einschränkung des außerbörslichen Verkehrs durch einheitlich strikte Durchführung der Reihenfolge: Zulassung, Prospekt, Auflegung zur Zeichnung erwünscht und wohl auch bis zu einem gewissen Grade von Erfolg begleitet sein. Andererseits ist der Schaden, den die Spekulation unter den heutigen Verhältnissen anrichten kann, kaum bedeutsam, da es sich bei der Aussicht auf nur sehr beschränkt höhere Zukunftserträge nur um Schwankungen von wenigen Punkten handeln wird, weil letzten Endes stets die Rendite es ist, um die sich der Kurs bewegt. Bei den nur kleinen möglichen Differenzen würde deshalb die Einführung des Tendersystems voraussichtlich keine Besserung, sondern eher eine Verschlechterung der Marktverhältnisse herbeiführen.

II. 1. Die Wirkung der britischen Emissionssperre, die seit 1933 für Inlandsanleihen nicht mehr angewendet wird, also zum Kapitalembargo geworden ist, läßt sich wohl am besten aus dieser von der Frankfurter Zeitung am 23. 1. 36 herausgegebenen Aufstellung ersehen, in der die Höhe der Auslandsemissionsbeträge vor dem Krieg mit jener nach dem Kriege vor und nach dem Embargo aufgezeichnet ist.

Der Economist [1]) gibt uns einige weitere für die angeführte Aufstellung zur Ergänzung dienende Zahlen: „Nur in den Jahren 1880 bis 1914 gab es in England mehr Auslandsemissionen als die aus den angefallenen Zinsen zu deckenden. Nach dem Kriege be-

[1]) Economist 1930, I, 2, S. 952.

Aufnahmen neuen Kapitals (ohne Konversionsanleihen)

in Mill. Reichsmark.

	Großbritannien	Brit. Besitzungen	fremde Länder
1913	35,9	76,1	84,4
1921	276,1	90,5	22,2
1922	443,5	74,9	35,2
1923	133,9	92,7	44,7
1924	84,6	72,2	32,4
1925	155,0	60,9	16,2
1926	129,1	53,1	48,4
1927	206,8	99,8	48,4
1928	263,5	63,1	42,3
1929	198,0	60,9	26,2
1930	170,6	61,4	35,7
1931	54,5	38,5	9,1
1932	163,0	25,5	0,3
1933	210,2	29,1	5,3
1934	137,6	29,9	1,4
1935	220,7	15,2	0,2

tragen die Auslandsemissionen nur etwa die Hälfte der aus dem Ausland eingegangenen Zinsen, da infolge großerer Kapitalverluste und der Aufgabe, die heimische Industrie wieder wettbewerbsfähig auf dem Weltmarkt zu machen, ein größerer eigener Kapitalbedarf bestand, während ebenso 40—50 Jahre vor dem Krieg durchschnittlich nur 62% der Zinsen angelegt wurden."

Wie sehr 1910—1913 die Auslandsemissionen vorherrschen, geht gleichfalls aus der Frankfurter Zeitung vom 25. 4. 36 deutlich hervor: „1910—13 waren nur 19,3% der neuen Emissionen für Verwendung in England bestimmt, dagegen 35,3% für die Kolonien und Dominien und volle 45,4% für das Ausland selbst. Nach dem Ke. betrug demgegenüber in den Jahren 1931—34 der Anteil der Inlandsemissionen 80,3%, während der der Kolonien und Dominien 17,4% und der des Auslands auf 2,3% zurückging." Diese zahlenmäßigen Belege mögen einen hinreichenden Hinweis auf den Umfang der englischen Kapitalausfuhr im Vergleich zur Nachkriegszeit und zur jüngsten Zeit nach Einführung des Embargos bieten.

2. Stand aber nicht etwa die große Auslandskapitalanlage Englands vor dem Krieg im Widerspruch zu der Theorie des Adam Smith, die er ca. 100 Jahre vor dem Einsetzen der großen industriellen Mobilisationsbewegung hinsichtlich der besten Kapitalsanlage gab: „...Die Heimat ist . . . . . wenn ich so sagen darf, der Mittelpunkt, um den herum die Kapitalien der Einwohner jedes Landes sich fortwährend drängen, obwohl infolge besonderer Gründe sie manchmal fortgetrieben und von da nach entfernteren Verwendungsmöglichkeiten hingelenkt werden mögen." Gerade wenn man die oben skizzierte überwiegende Bedeutung ausländischer Werte an der Londoner Börse betrachtet, ist man geneigt die Auffassung des großen Schotten zum mindesten für überlebt zu halten. Das trifft aber nicht zu. Sie ist vielmehr nichts weiter als eine Spezialanwen-

dung des allumfassenden wirtschaftlichen Prinzips, zu deren richtigem Verständnis nur eine gewissermaßen wirtschaftsgeographische Würdigung der Verhältnisse notwendig ist[2])."

Diese Betrachtung Wiesers beruht auf allgemeinen Überlegungen und auf der Anwendung dieser Überlegungen speziell auf die Stellung Englands im Welthandel.

a) Allgemein ist zu sagen, daß sich die Bedeutung der Kapitalausfuhr nach dem Maß der Notwendigkeit des mit andern Ländern betriebenen Güteraustausches richtet. Der Kapitalexport ist nur ein Teil des gesamten Exportes eines Landes. Er bringt sowohl Gewinn aus der Vermittlungs- bzw. Emissionstätigkeit, als auch dem einzelnen Zeichner Zinsen aus dem im Ausland angelegten Kapital. Andererseits fördert der Kapitalexport den Export geistiger Arbeitskräfte und von Industrieerzeugnissen, wie wir es in Deutschland beim Bau der Bagdadbahn (1899) feststellen konnten. Es wird nämlich der Auslandsschuldner beinahe stets, häufig ist es sogar besonders vertraglich festgelegt, seine zur Errichtung der finanzierten Anlage erforderlichen geistigen Leiter, wie Ingenieure und Organisatoren, seine Halb- und Fertigerzeugnisse, die er zum Bau benötigt, aus dem Gläubigerland beziehen. Es ergeben sich daraus weitere ständige Verbindungen, sowohl des Dienstleistungs-, Waren- und Geldverkehrs, wie auch häufig zuletzt politische Bindungen.

b) Speziell die Bedeutung des Kapitalexportes für England ergibt sich aus dessen wirtschaftsgeographischer Stellung, da England wohl das Land ist, das sich ohne Import und damit auch ohne Export mit am ungünstigsten in der Welt selbst versorgen könnte, mit andern Worten, für dessen Existenz der Export unbedingte Voraussetzung ist.

Der englische Kapitalexport hatte schon vor der industriellen Entwicklung eine überragende Bedeutung, da er mit die Grundlage für den Kapitalreichtum des Landes bildete, der allein die Selbstfinanzierung der Industrie in so überwiegendem Maße ermöglichte. Auch neben der industriellen Ausfuhr war bis 1914 der Kapitalexport eine nicht wegzudenkende Einkunftsquelle des englischen Volkes.

Andererseits ist aber darauf hinzuweisen, daß nicht immer die Kapitalausfuhr auch den Export steigern muß. So schreibt jüngst die Times[3]), daß ein großer Exportnutzen nicht notwendig eine Folge von Kapitalausleihungen an das Ausland sei, werde vor allem durch das Beispiel Frankreichs bewiesen. Frankreich habe aus seinen an Rußland gewährte Vorkriegsanleihen weniger Exportnutzen gehabt als die deutschen, englischen und amerikanischen Exporteure. Dies ist nun zwar richtig, aber andererseits kann sich durch Verträge bei der Anleihehingabe das Gläubigerland den Exportvorteil wohl sichern. Hierdurch wird dieser zum Beweis der Be-

---

[2]) Carl Wolfgang Frhr. von Wieser „Der finanzielle Aufbau der englischen Industrie", Jena 1919, S. 133 (Adam Smith „The Wealth of Nations, Book IV, Chap. II, ed. E. B. Bax, London 1901, Vol. I, S. 455).

[3]) Frankfurter Zeitung 6. 3. 38, „Sind Auslands-Anleihen vorteilhaft?".

rechtigung des Embargos gemachte Einwand der Times ziemlich entkräftet.

Mehr anzuerkennen ist jedoch ein zweiter in diesem Zusammenhang gemachte Einwand der Times hinsichtlich der Rückzahlungs- und Verzinsungsfähigkeit eines ausländischen Schuldners. Es sei nämlich heute häufig,namentlich gelte dies für die Länder des europäischen Kontinents und auch für Südamerika, den Schuldnerländern nicht mehr möglich durch Import in das Gläubigerland den Verpflichtungen gegen dieses nachzukommen, da im Gläubigerland die Waren, die das Schuldnerland produziert genau so gut und billig, wenn nicht sogar vorteilhafter hergestellt werden könnten, wie im Schuldnerland. Als Beispiel bringt die Times den Zusammenbruch des deutschen Kredites im Jahre 1931, den sie nicht auf die zu große Auslandsverschuldung Deutschlands an sich, sondern auf die Unmöglichkeit des Exportes von Waren zum Zweck der Erfüllung der Schuldnerverpflichtungen in die Gläubigerländer zurückführt. Dieser Beweis für die Berechtigung der englischen Sperre für Auslandsanleihen ist nicht von der Hand zu weisen, sind doch aus Rohstoffländern während des Weltkrieges vielfach Industrieländer geworden, die dieselben Produkte ausführen wie die bisherigen Industrieländer, also auch durch Ausfuhr in letztere nicht ihren Verpflichtungen hinsichtlich Anleiheverzinsung und Tilgung nachkommen können. Von diesem Gesichtspunkt aus also ist heute das englische Kapital-Embargo als berechtigt anzusehen.

Speziell für England wird jedoch der Kapitalexport, da es ein Land ist, das beinahe ausschließlich auf seinen Export angewiesen ist, im Rahmen des letzteren doch eine stete große Bedeutung behalten. Gibt es doch, wie oben schon erwähnt, die Möglichkeit, durch vertragliche Bindungen den Ankauf von Kapitalausstattungen im Vereinigten Königreich bei der Anleihen-Aufnahme zu sichern und so den industriellen Export Englands ganz bedeutend zu fördern. Es ist vielmehr heute, außer in dem oben bereits erwähnten Grund, die Ursache für die Aufrechterhaltung des Embargos darin zu sehen, daß englische Inlandsinvestitionen im Augenblick gegenüber Auslandsinvestitionen vordringlich erscheinen.

Ein weiterer Anlaß zur Kapitalausfuhr besonders für England ist die Hingabe von Anleihen an Länder, an denen es politisch oder wirtschaftspolitisch interessiert ist, um diese durch Verschuldung der Politik Englands gefügiger zu machen. Außer an die Dominien, die ja ohnedies als Mitglieder des Sterling-Blockes nicht als Ausland im wirtschaftlichen Sinne gelten, hat man in diesem Sinne zur Sicherung der Stellung des englischen Weltreiches auch Anleihen an Belgien, den Irak und die Türkei gegeben und steht neuerdings vor der Gewährung einer Anleihe an Italien. Ob diese finanzielle Verflechtung allein Bündnis stärkend wirken wird, ist allerdings bei der seit dem Weltkrieg herrschenden schlechten Schuldnermoral immerhin problematisch. Unterstützt durch entsprechende Machtmittel wird aber das Verhältnis zwischen Gläubiger und Schuldner auch weiterhin als ein politische Beziehungen bekräftigendes wirken. – Von dieser Seite aus gesehen, ist demnach die Kapitalaus-

leihe für England eine unbedingte Notwendigkeit. Dies hat man auch, wie die erwähnten diesbezüglichen Lockerungen zeigen, sehr wohl erkannt.

3. Schon 1915—1925 bestand in England ein Kapitalembargo, das während des Krieges und in der ersten Nachkriegszeit zur Konzentration des Kapitals im Vereinigten Königreich diente, um die Kapitalverluste nfolge des Krieges nicht durch ein weiteres Abströmen zu erhöhen. Es wurde vielmehr eine Sammlung des Kapitals während des Krieges für militärische und nach dem Krieg für wirtschaftliche Wiederbelebungszwecke angestrebt. Dieses Emissionsembargo beruhte gleichfalls, wie das heute in Kraft befindliche, auf freier Vereinbarung der City. Diese freie Vereinbarung trug und trägt allerdings als Druckmittel die Verweigerung des Wechselredisconts bei der Bank von England in sich.

Nachdem man in England 1931 das überwertete Pfund abgewertet hatte, schritt man zum Zwecke der Politik billigen Geldes und um den neugewonnenen £-Kurs keinen Erschütterungen auszusetzen, dazu, die Kapitalausfuhr von neuem zu untersagen. Dieses Embargo wurde im Juli 1932 zum Zweck der Konvertierung der englischen Kriegsanleihe auch auf inländische Anleihen ausgedehnt, und verlor dadurch den Charakter eines reinen Ausfuhrverbotes. Aber schon 1933 wurde diese Verschärfung des Embargos wieder rückgängig gemacht, und es blieb nur für ausländische Anleihen bestehen. Auch das Verbot der Umwandlung britischer Anleihen durch neue Emissionen, also Konversionen, blieb aufrechterhalten, sofern es sich um mündelsichere Werte handelte und die Umwandlung über die Konversionserfordernisse hinausgehende Mittel erbringen sollte[4]). „Die Bank" schreibt weiter: „Die Aufrechterhaltung des Embargos für ausländische Anleihen hat gegenwärtig nur demonstrative Bedeutung, weil dem Ausland die Inanspruchnahme des englischen Kapitalmarktes ohnehin nicht möglich ist." Dieser Satz war 1933 richtig, heute aber gilt er nur noch für diejenigen Länder, die nicht abgewertet haben. — Das Emissionsembargo wurde im Juli 1934 auch für Auslandsanleihen gelockert, d. h. der englische Schatzkanzler gab nur bekannt, daß auch Ausnahmen zugelassen würden. Auf eine Argentinische Anleihe und die Dänische Anleihe für Erbauung der „Falster-Brücke" wurde diese Lockerung zum ersten Mal angewandt. 1935 erfuhr das Embargo eine weitere Lockerung, besteht aber gleichwohl für alle Länder außerhalb des Sterling-Blockes grundsätzlich weiter. Von dieser weiteren Lockerung wurde aber nur beschränkt Gebrauch gemacht. Private Konversionen wurden wegen Bestehens langfristiger Schuldverpflichtungen kaum durchgeführt, private Neuemissionen hingegen nahmen wesentlich zu. Auch die Zahl der Regierungskonversionen stieg weiterhin. In den Dominien und Kolonien hingegen zeigte sich eine weitere Reduzierung der Emissionen[5]).

Gleichwohl beklagt sich der E. c. über die nicht einheitliche Aus-

[4]) „Die Bank" S. 152, 1933, I. Bd.
[5]) „Die Bank" 1. Halbjahr 1936, S. 191.

wirkung des gesamten damals 1936 noch bestehenden Embargos, indem er darauf hinweist, daß eine Chinesische Eisenbahnanleihe zugelassen worden sei, während man der heimischen Industrie teilweise Schwierigkeiten bereitet; außerdem spricht er die Befürchtung aus, daß, wenn auch nur ein augenblicklicher Rückschlag der Industriebelebung erfolge, oder der Zins steigen würde, diese Kontrolle noch weiter ausgedehnt werden möchte [6]).

Eine erneute Lockerung des Embargos, wenigstens nach außen hin, ist 1938 erfolgt. Die Frankfurter Zeitung [7]) berichtet hierüber, daß das Foreign Transactions-Advisory Committee durch Sir John Simon, den englischen Schatzkanzler, angewiesen wurde, in bestimmten Fällen bis auf weiteres großzügiger bei der Finanzierung entwicklungsfähiger Industrieunternehmungen zu verfahren. Zuletzt war nur eine Ausnahme für Belgien bewilligt worden, dessen Anleihe allerdings nicht befriedigende Aufnahme gefunden hatte. Die einige Monate vorher zugelassene Irak-Anleihe fällt aber nicht so sehr unter die Ausnahmen, da der Irak dem Sterling-Block zugerechnet wird und auch mit dem Vereinigten Königreich politisch verbunden ist.

Man nimmt an, daß die letztgenannte Lockerung durchgeführt wurde, um die Bahn für die Verhandlung über die Anleihe an die Türkei freizumachen. Im allgemeinen jedoch soll der Beratungsausschuß, das Foreign Transaction-Advisory-Committee, das seit April 1936 besteht, noch in Funktion bleiben, damit die zuständigen Stellen über die Geschehnisse auf dem Laufenden bleiben. Man sieht also, daß die praktische Bedeutung der Lockerung nicht so umfassend ist, wie es nach außenhin wohl scheinen soll. Mit mehr Großzügigkeit und Sympathie soll der Beratungsausschuß von jetzt ab lediglich folgende zwei Kategorien behandeln:

1. Kapitalbeschaffung zu Gunsten von Kreditnehmern in Groß-Britanien oder im überseeischen Empire, wenn der Verwendungszweck dem Erwerb von Vermögenswerten oder der Einleitung von Unternehmungen im Ausland ist.
2. Transaktionen, die sich auf ein im Auslandsbesitz befindliches Aktienpaket beziehen [8]).

Der zweite Punkt soll der Repatriierung von in Auslandsbesitz gelangten Aktienpaketen britischer Gesellschaften dienen.

Zusammenfassend ist zu sagen, daß diese beiden Erleichterungen des englischen Emissionsembargos nicht auf eine tatsächlich umfassende Lockerung gerichtet sind. Dies wäre jetzt auch, nachdem man erst jüngst von der Auflegung von £ $1\frac{1}{2}$ Milliarden neuer Rüstungen hörte, äußerst unangebracht.

4. Wie die deutsche Emissionssperre, so hatte auch die englische Mißbräuche im Gefolge. Der Vorstand der englischen Börse Chamberlain wendet sich 1933 gegen das zu Beginn des Embargos besonders

---

[6]) Economist 1936, III. Bd., S. 70/71.

[7]) Frankfurter Zeitung v. 2. 2. 38, „Teillockerung des englischen Embargos".

[8]) Frankfurter Zeitung v. 4. 2. 38, „Embargolockerung als Geste."

starke Auftreten der sogenannten Boot-Deals. Er faßt dabei besonders die Trustes ins Auge, indem er es nicht für notwendig hält, daß große Stöße von Effekten, auch solche, die am Londoner Markt zugeteilt wurden, mit der Absicht von fremden Käufern erworben werden, um sie am Londoner Markt in Form einer Emission oder anderwärts wieder abzustoßen. Der Economist[9]) schreibt hier: „Mr. Chamberlain does not regard it as in the public interest, that large blocks of securities, including securities dealt in on the London Stock-Exchange, should be purchased from foreign holders with a view to their sale in this country either by an issue to the public or otherwise." This defines and extends the meaning, of the term „new issues" under the Chancellors „embargo" notice of January 13[the]. The Chancellor intimates that, before a transaction is set in hand, the Treasury will always be happy to intimate whether the case falls within the spirit of his „request" or not" . . . .

Diese „Trustees" hatten sich nämlich die durch das Embargo verursachte Enge des englischen Marktes, die nicht, wie in Deutschland, mit einer Begrenzung der Rendite infolge eines Anleihestockgesetzes und der völligen Sperre für private Emissionen verbunden ist, zum Zwecke ihrer Spekulationen zu Nutze gemacht. Hiergegen wendet sich das englische Schatzamt durch Kontrolle und möglicherweise Verweigerung von Emissionen solcher Trustees.

Weitere neuartige wesentliche Mißbräuche im englischen Emissionswesen wurden durch die Emissionssperre nicht herbeigeführt, sind doch, wie in meinen Ausführungen gezeigt, die Betrugsmöglichkeiten ohnedies zahlreich genug, um die englische Industrie an einer vorteilhaften Finanzierung zu verhindern und den englischen Anleger zu schädigen. Das Emissionsembargo aber brachte andererseits unbeschadet der eben erwähnten Kontrolle des englischen Schatzamt gegenüber den Trustes auch keine weiteren Vorschriften zur Verbesserung des englischen Emissionswesens mit sich. —

[9]) Economist, II. Bd., 1082 (20. Mai 1933).

Literaturverzeichnis

1) **Bagehot Walter:** „Das Herz der Weltwirtschaft — Die Lombardenstraße", Essen a. R. 1920.
2) **Bender Heinz:** „Deutsches und englisches Aktienrecht", Berlin 1937
3) **Curti Arthur:** „Die englische Aktiengesellschaft nach neuem Recht", Berlin 1929.
4) **Dessauer Marie:** „Die Big Five", Stuttgart 1933.
5) **Grant A. T. K.:** „A Study of the Capital Market in Post War Britain", London 1937.
6) **Hoppe Heinz:** „Die Beziehungen zwischen Banken und Industrie in England", Dissertation, Hamburg 1932.
7) **Hueck Alfred:** „Recht der Wertpapiere", Berlin 1936.
8) **Jaffé Edgar:** „Das englische Bankwesen", 2. Aufl., Leipzig 1910.
9) **Jeidels Otto:** „Das Verhältnis der deutschen Großbanken zur Industrie", 2. unveränderte Auflage, Leipzig 1915.
10) **Jentsch Wilhelm:** „Grundzüge der Aktienrechtsreform 1928/29", Dissertation, Naumburg a. d. Saale, 1930.
11) **Sir Killik Stephen:** „The Work of The Stock Exchange", Published by the Committee of the Stock Exchange — 2. Auflage, London 1934.
12) **Lavington F.:** „The English Capital Market", London 1929.
13) **Liefmann Robert:** „Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften", 4. Auflage, Jena 1923.
14) **Lotz Walther:** „Die Technik des deutschen Emissionsgeschäfts", Aufsatz im „Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft", Herausgeber Gust. Schmoller, Leipzig 1890.
15) **Metzler Ludwig:** „Studie zur Geschichte des Deutschen Effektenbankwesens", Leipzig 1911.
16) **Obst Georg:** „Geld-, Bank- und Börsenwesen", Stuttgart 1933.
17) **Parker Willis and B. H. Beckhart:** „Foreign Banking Systems", Newyork-London 1929.
18) **Passow Richard:** „Die Aktiengesellschaft", 2. neubearbeitete Auflage, Jena 1922.
19) **Schmalenbach E.:** „Finanzierungen", 4. Auflage 1928 u. 6. Auflage 1937.
20) **Schumacher Hermann:** „Ursachen und Wirkungen der Konzentration im deutschen Bankenwesen", in „Weltwirtschaftliche Studien, Vorträge und Aufsätze", Leipzig 1911.
21) **Schwätzer J.:** „Die Praxis der Emission von Wertpapieren nach den österreichischen und deutschen Rechtsverhältnissen", Wien 1914.
22) **Sieveking Heinrich:** „Wirtschaftsgeschichte", Berlin 1933.
23) **Somary Felix:** „Bankpolitik", 3. Auflage, Tübingen 1934.
24) **Thomas Evelyn:** „British Banks and the Finance of Industry", London 1931.
25) **Weber Adolf:** „Depositenbanken und Spekulationsbanken", 4. völlig neu bearbeitete Auflage, München u. Leipzig 1938.
26) **Wieg Johann:** „Kritik der Finanzierungstechnik der Industry", Dissertation, Berlin 1930.

27) **Wieser Carl Wolfgang Freiherr von:** „Der finanzielle Aufbau der englischen Industrie", Jena 1919.

Berichte englischer Untersuchungsausschüsse.

„Report of the Committee on Financial Facilities", (Vassar Smith Commission) 1917.
„Report of the Committee on Finance and Industry", (Mac Millan Report) 1931.

Veröffentlichungen des Völkerbundes.

„Memorandum sur les banques commerciales" (1913—1929), Genf 1931.
„Money and Banking 1935/36" (1. Monetary Review 2. Commercial Banks), Genf 1936.
„Money and Banking" 1936/37 (1. Monetary Review. 2. Commercial Banks), Genf 1937.

Fachschriften.

1) „Die Bank", Berlin.
2) „Bank Archiv", Berlin.
3) „Bankwissenschaft", Berlin.
4) „The Bankers Magazine", London.
5) „The Economist", London.
6) „Frankfurter Zeitung".
7) „The Statist", London.
8) „Financial Times", London.

Nachschlagewerke.

1) „Handwörterbuch des Bankwesens", (Herausgegeben von Palyi und Quittner), Berlin 1933.
2) „Handwörterbuch des Finanzwesens in deutscher und englischer Sprache", Bd. 1, Englisch—Deutsch; K. Th. Langguth, Berlin 1933.
3) Das Emissionsgeschäft, Rechtsvergleichendes Handwörterbuch für das Zivil- und Handelsrecht des In- und Auslandes (A. Reichel), Berlin 1929.
4) „Salings Börsenpapiere": 1. Allgemeiner Teil „Die Börse und die Börsengeschäfte", Berlin 1932.

Gesetzes Texte.

1) „Aktiengesetz vom 30. 1. 1937", Kurzkommentar von Adolf Baumbach, München-Berlin 1937.
2) „Börsengesetz nebst Ausführungsbestimmungen vom 22. Juni 1896, 8. Mai 1908", Oskar Meyer, Berlin 1915.
3) „Reichsgesetz für das Kreditwesen mit den Durchführungsbestimmungen und einschlägigen Nebengesetzen", Fach-Verlag, Stuttgart.
4) „Companies Act von 1929" — Wortgetreue Übertragung von Arthur Curti in „Die englische Actiengesellschaft nach neuem Recht", Berlin 1929.

Lebenslauf.

Als Sohn des Oberstlt. a. D. Edgar von Sicherer wurde ich am 9. 8. 1911 zu Amberg i. d. Oberpf. geboren. Im Oktober 1916 kam ich nach München, wo ich seit diesem Zeitpunkt wohne. Ich legte am 15. März 1932 am humanistischen Gymnasium in Pasing, vor München, meine Reifeprüfung ab. Im Anschluß daran besuchte ich, unterbrochen durch mehrjährige Werkstudententätigkeit, die Ludwigs-Maximilians-Universität in München. Dortselbst erwarb ich im März 1937 mein Diplom als Volkswirt. Von April 1937 an begann ich mit der Ausarbeitung meiner Doktor-Arbeit bei Geh. Rat Prof. Dr. Adolf Weber. Der Titel der Arbeit lautet: „Das deutsche und englische Emissionswesen im Dienste der Industriefinanzierung." Die Gesamtnote meines Doktor-Examens, das ich am 1. Juli 1938 ablegte, war „gut".

Albert von Sicherer,
Dipl. Volkswirt.